97-84087-12

Williams, John Henry

El comercio internacional Argentino en un régimen...

Buenos Aires

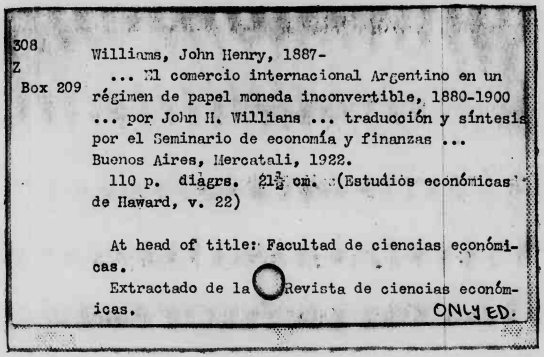
1922

97-84087-12
MASTER NEGATIVE #

COLUMBIA UNIVERSITY LIBRARIES
PRESERVATION DIVISION

# BIBLIOGRAPHIC MICROFORM TARGET

ORIGINAL MATERIAL AS FILMED - EXISTING BIBLIOGRAPHIC RECORD



308
Z
Box 209

Williams, John Henry, 1887-
... El comercio internacional Argentino en un régimen de papel moneda inconvertible, 1880-1900 ... por John H. Williams ... traducción y síntesis por el Seminario de economía y finanzas ...
Buenos Aires, Mercatali, 1922.
110 p. diagrs. 21½ cm. (Estudios económicas de Haward, v. 22)

At head of title: Facultad de ciencias económicas.
Extractado de la Revista de ciencias económicas.

ONLY ED.

RESTRICTIONS ON USE: Reproductions may not be made without permission from Columbia University Libraries.

## TECHNICAL MICROFORM DATA

FILM SIZE: 35mm REDUCTION RATIO: 12:1 IMAGE PLACEMENT: IA (IIA) IB IIB

DATE FILMED: 5/14/97 INITIALS: TLM

TRACKING # : 23528

FILMED BY PRESERVATION RESOURCES, BETHLEHEM, PA.

Univ. Exchange JUL 12 1927

308
E
Box 209

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

# El Comercio Internacional Argentino en un régimen de papel moneda inconvertible

## 1880 - 1900

Volúmen XXII de los "Estudios Económicos de Haward" publicados bajo la Dirección del Departamento de Economía

POR

JOHN H. WILLIANS, PH. D.
Profesor Asociado de Bancos en la Universidad de Northwestern
Ex-profesor de Economía en la Universidad de Princeton

Traducción y Síntesis por el Seminario de Economía y Finanzas

(Extractado de la Revista de Ciencias Económicas)

Buenos Aires
Imprenta MERCATALI — Avenida Acoyte 271
1922

# El Comercio Internacional Argentino
# en un régimen de papel moneda inconvertible
## 1880 - 1900

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

# El Comercio Internacional Argentino en un régimen de papel moneda inconvertible

## 1880 - 1900

Volúmen XXII de los "Estudios Económicos de Howard" publicados bajo la Dirección del Departamento de Economía

POR


**JOHN H. WILLIANS, PH. D.**

Profesor Asociado de Bancos en la Universidad de Northwestern
Ex-profesor de Economía en la Universidad de Princeton


Traducción y Síntesis por el Seminario de Economía y Finanzas

(Extractado de la Revista de Ciencias Económicas)




Buenos Aires
Imprenta MERCATALI — Avenida Acoyte 271
1922

HEC Buenos Aires, 1927

## INTRODUCCION

Al editar este folleto, el Seminario ensaya una nueva forma de actividad: la de difundir lo más selecto que en el extranjero se escriba sobre nuestras cuestiones económicas, y lo que con ellas tenga atingencia.

Comienza esta nueva serie de publicaciones, con la traducción y síntesis del libro *Argentine International Trade Under Inconvertible Paper Money,* 1880-1900, óptimo fruto de las investigaciones que el Profesor John H. Williams realizara en 1917 durante los meses de su estada entre nostoros, como *travelling fellow* de la Universidad de Harvard. Sin apartarse un momento de la realidad concreta, el autor inquiere, en esta obra, la interdependencia entre el papel moneda, los préstamos extranjeros y el comercio exterior, para formular en seguida la teoría del comercio internacional en un régimen de papel inconvertible.

No es la primeera ni la última vez que el joven profesor norteamericano es atraído por nuestros problemas. En Mayo de 1919 publicó en el *Quarterly Journal of Economics,* de Harvard, un estudio sobre los "Cambios Internacionales y Balances de Pago Latino-americanos durante la guerra", en el que se ocupa especialmente de nuestro país. Y en Marzo de 1921, renueva el trabajo anterior en el artículo titulado:

*Los Cambios y Balances de Pagos de la República Argentina desde el Armisticio,* que apareció en la *Review of Economics Statistics.*

La traducción y síntesis del presente trabajo, publicadas en los Nos. 1 - 5 de la Serie II de la *Revista de Ciencias Económicas,* fueron encomendadas al señor Raúl Prebisch, jefe de trabajos del Seminario sobre "Circulación Monetaria", y uno de los buenos colaboradores de esta dirección.

EDUARDO M. GONELLA.
Director del Seminario
de Economía y Finanzas.

## PRIMERA PARTE

### CAPÍTULO I

Durante la mayor parte del período 1880-1890, el oro en la Argentina había sido completamente eliminado de la circulación y substituído por papel moneda depreciado, de valor metálico fluctuante.

Al mismo tiempo, el país aplicaba un extenso programa de préstamos de capitales extranjeros, en proporciones superiores a su capacidad económica.

Si a estos dos hechos agregamos que el Balance Comercial "desfavorable" de la primera parte del período, se convierte súbitamente en "favorable" en 1891, después de las dificultades de Baring, tendremos las características del período que estudiaremos.

El propósito de este estudio es buscar la interrelación entre los factores antedichos — papel moneda depreciado, préstamos extranjeros y comercio exterior — y hacer así un examen inductivo de la teoría del comercio internacional y de los cambios extranjeros bajo un régimen de papel depreciado.

La teoría del comercio internacional en países a patrón oro, ha sido bien estudiada, pudiéndose resumir en la siguiente forma:

1) Por el mecanismo del *"gold point"*, el oro se mueve libremente entre los países que comercian entre sí, según lo requiera el estado del Balance de Pagos.
2) Cuando el oro sale de un país se produce la baja del

nivel de los precios, aumentan las exportaciones y disminuyen las importaciones; inversamente, cuando el metal entra en el país, suben los precios, las importaciones se estimulan y las exportaciones decrecen.

En este mecanismo, una ligera alteración en el Balance de Pagos Internacionales, basta para ponerle en movimiento. Por ejemplo, un aumento en los préstamos tomados al extranjero, al causar importaciones de metálico que originan el ascenso de los precios, animará las importaciones y desalentará las exportaciones de mercaderías. Y si la corriente de los préstamos se mantiene por mucho tiempo, podrá llegar un momento en que sus intereses y amortizaciones, sobrepasen el monto de los nuevos préstamos. En tal caso, esa inversión en el Balance de los préstamos, determinará a su vez la inversión contraria del Balance Comercial.

¿Cómo explicar la inversión del Balance Comercial ocurrida en el país en 1891? Ya que el oro no circulaba, la teoría recién expuesta, no podría aplicarse en la aclaración de este fenómeno. El profesor Taussig me sugirió el estudio de la teoría del comercio internacional bajo un régimen de papel inconvertible, indicándome lo ventajoso del caso argentino, debido a este trastrueque del Balance Comercial y a la duración y volumen de los préstamos extranjeros.

Por consiguiente, nuestro objeto será estudiar históricamente en la Argentina los tres factores citados y buscar luego su interrelación.

## Capítulo II

### Discusión preliminar de principios

Para cumplir mejor los propósitos de este estudio, es necesario detenerse previamente en una discusión general sobre el papel moneda incovertible y las fuerzas que determinan su valor.



No existe ninguna razón teórica para que el papel moneda pierda su valor nominal, mientras circule libremente, es decir mientras el público mantenga su confianza en el gobierno y no tenga repulsión hacia el uso del papel, y la cantidad de papel inconvertible no sea mayor que la cantidad de oro y papel convertible juntos que hubiese bastado en otro caso para las necesidades de la circulación.

Sin embargo, la experiencia demuestra que casi siempre sucede lo contrario. Tal fué el caso de la Argentina, en que la emisión excesiva fué una de las causas de la depreciación. Los escritores argentinos tienen mucha razón en atribuir las emisiones redundantes, a la extravagancia, mala administración y a veces a móviles deshonestos de algunos gobiernos inspirados en el principio tan general en aquel país de conseguir "algo por nada". Con frecuencia se emitía para llenar los déficits del presupuesto debidos a los gastos exagerados, o para hacer frente a las expensas que originaban las rebeliones civiles o los conflictos exteriores. En la gran "expansión" ("boom") del ochenta y tantos, la causa principal de las emisiones parece haber sido el deseo de mantener la inflación, el temor a las consecuencias de la inevitable contracción.

Los bancos también estaban interesados en el aumento del papel circulante. Hasta 1887, todo el papel fué emitido por estas instituciones de carácter semi-oficial (pues parte de sus miembros eran designados por el gobierno, que acudía frecuentemente en demanda de préstamos, y sus operaciones estaban sujetas a la regulación oficial). Teóricamente, tenían la obligación de guardar reservas metálicas contra sus billetes, pero puede afirmarse que, prácticamente esta disposición se cumplía muy mal. Los bancos no perdían la oportunidad para hacer nuevas emisiones ya que, si en lugar de un peso oro, dispusiesen de tres de papel, sus préstamos podrían ser triplicados casi sin ningún costo; y por lo mismo no se preocupaban mayormente del destino de aquellos.

La posibilidad de la conversión del billete, afectó también

su valor. El gobierno argentino nunca abandonó públicamente la idea de la conversión, como lo prueban los repetidos y fracasados intentos para realizarla (1883-1885, 1887); es por esto que la situación política interior y exterior, hacía fluctuar violentamente el premio del oro, según el cariz con que se presentaba (cuando la caída de Juárez Celman, el premio ascendió a 186, e inmediatamente, al subir Pellegrini descendió a 155), aunque la cantidad de papel moneda en circulación no se hubiese alterado. Estas fluctuaciones eran, sin embargo, de menor importancia; nos hacen ver la instabilidad de la situación y lo sensible del premio del oro frente a cualquier acontecimiento; eran la inevitable concomitancia del papel depreciado y no la causa fundamental de su depreciación.

Pero existe otro factor, olvidado frecuentemente por los escritores argentinos, que, junto con la cantidad de papel en circulación, afecta más fundamentalmente el premio del oro, a saber: el Balance de Pagos Internacionales. El papel circulaba libremente en la Argentina; el agricultor pagaba a papel el arrendamiento y los salarios de sus peones, y fuera de los centros comerciales, no se tenía idea del premio del oro; mas, era inútil para las transacciones con el exterior, que sólo podían hacerse a metálico; es por esto que en las ciudades que como Buenos Aires y Rosario tenían que hacer sus pagos al exterior en oro, éste se cotizaba en términos de papel. Por consiguiente los movimientos del premio del oro no sólo estaban determinados por las condiciones de la oferta y demanda de papel, sino también por la mayor o menor abundancia del oro. Así como es verdad que un aumento en la cantidad de papel tendía a disminuir su valor y a subir el premio del oro, no es menos cierto que una disminución en la cantidad del metal amarillo tenía precisamente el mismo efecto sin que hubiese acaecido ningún cambio en la cantidad de papel. Si el Balance de Pagos Internacionales presentaba un déficit, había que saldarlo en oro, y esta exportación del metal se manifestaba sobre el premio del mismo modo que una emisión de papel; por lo contrario, si el oro llegaba al país debido a un saldo "favorable", el premio bajaba sin que hubiese disminuído la cantidad de papel. Asimismo si el oro llegaba al país y se emitía más papel, las dos fuerzas tendían a neutralizarse y el premio se mantenía más o menos estable.



Esto nos indica el papel importante que juega el balance internacional de pagos, respecto al valor del papel moneda. La interrelación entre el valor del papel y el balance de pagos es de capital importancia en la Argentina si se tiene en cuenta el lugar que aquel último ocupa en la vida económica del país. En el comercio exterior se concentran casi todas las energías argentinas y de él dependen el progreso y el orden financiero y económico de la Nación. Se exporta productos alimenticios y materias primas y se importa productos manufacturados, pues el país no tiene manufacturas ni medios para desarrollarlas. Si por una mala cosecha, disminuyen las exportaciones, la capacidad adquisitiva del país declina, y bajan las importaciones. Al año siguiente, la mala situación repercute en el presupuesto; así por ejemplo, en 1901, hubo una mala cosecha, las exportaciones bajaron 9.000.000 de pesos, al año siguiente las importaciones de hierro y materiales de construcción descendieron en $ 4.000.000 y en mayor proporción aún las de artículos de lujo; en consecuencia, las rentas aduaneras en 1902 bajaron en 10.000.000 pesos oro.

Por otra parte, para desarrollar su comercio exterior, la Argentina ha necesitado la ayuda del capital extranjero (el hecho que el 90 % de los Empréstitos Internos está colocado en el extranjero da una idea de su dependencia). En una palabra, toda la estructura económica descansa en una base y presenta casi un solo objeto, el de comprar y vender, tomar prestado y pagar, al exterior.

Antes de entrar de lleno a investigar la interelación buscada, es preciso analizar la relación que los tres factores citados

tienen con el mecanismo de los cambios internacionales, por el que se efectúa el contacto entre el papel moneda y el balance de pagos.

Es sabido que el papel moneda tiende a expulsar el oro y que si se emite en demasía, el metal desaparece de la circulación; en tal caso, los que tienen que efectuar pagos en metálico precisan procurárselo en el mercado. En algunas discusiones, se ha exagerado este hecho y afirmado que virtualmente, todo el oro es expelido del país, salvo el usado en las artes, por el mecanismo de los cambios internacionales; entonces, los "cambios a oro" (*gold exchange*) desaparecen y el país efectúa sus transacciones por medio de los "cambios a papel" (*paper exchange*). El "cambio a oro" puede seguirse cotizando pero solo "nominalmente", ya que no habiendo metálico en el país, las letras de cambio sobre el exterior deben ser compradas y vendidas en papel depreciado; el cambio es el "cambio a papel". Tal es la opinión de Mr. Clare en su *The A. B. C. of the Foreing Exchange*.

Veamos si esto sucede. Supongamos un lapso en que la Argentina tenía moneda sana y los cambios estaban a la par. Pronto comienzan las emisiones de papel inconvertible y como éste no tiene uso fuera del país, el oro se hace necesario para las transacciones con el extranjero. El balance de pagos, por cualquier causa, se vuelve desfavorable y el saldo tiene que pagarse en metálico por la razón siguiente: los pagos internacionales se efectúan por medio de letras de cambio; requieren letras de cambio los importadores y los que tienen que remitir fondos al extranjero, y las ofrecen los exportadores y otros que tienen que recibir dinero del exterior. Ahora bien, en el caso presente la suma que el país debe al extranjero es mayor que la que éste le debe, es decir que la demanda de letras es mayor que la oferta; y el cambio, en contra de la Argentina, desciende hasta que conviene exportar oro (llegado el *"gold point"*) para saldar el déficit.

Sigamos adelante en nuestra suposición. Los saldos continúan en contra del país y el oro por tal razón es eliminado completamente de la circulación. Quien quiera hacer un pago al extranjero, necesita comprar una letra de cambio que, al representar un derecho sobre oro, se vende por el equivalente del metal en papel depreciado. El tipo del cambio, confinado antes a los estrechos límites de los *"gold points"*, experimenta ahora amplias fluctuaciones que marcan el paso con las oscilaciones del premio del oro.



Teóricamente, el razonamiento es sano. Si la Argentina no hubiese estado recibiendo continuamente préstamos en oro del extranjero, es probable que esto hubiese sucedido; pero el hecho que aún durante el desastroso Pánico Baring (1890 y 1891), se mantenía el "cambio a oro" (*gold exchange*), prueba lo contrario: existía un "cambio a oro" "real" y no "nominal".

La relación entre el balance de pagos y el valor del papel moneda también se mantiene en un régimen de "cambio a papel", pues el valor del billete no sólo depende de su cantidad sino de la demanda y oferta de letras de cambio. Luego, las conclusiones que perseguimos serían las mismas, ya consideremos cambios a oro o a papel. Sin embargo, hay diferencias entre estos dos cambios en un país a papel depreciado. En la Argentina el que tenía que comprar una letra de cambio primero se veía obligado a procurarse oro en la Bolsa para efectuar la transacción desde que, de hecho, existían dos sistemas monetarios: el de papel para las transacciones internas, y el de oro para los negocios con el exterior, para la compra y venta de letras que, en última instancia, de una manera indirecta, se efectuaba a papel.

Y en esto difieren los hechos con la teoría del cambio a papel, pues ésta afirma la inexistencia de los movimientos de oro entre el país y el extranjero, y la completa dislocación de los cambios (y sus violentas fluctuaciones), y del mecanismo de los *"gold points"*. Pero las estadísticas y el mero recordar de los hechos diarios, demuestran la existencia de los movi-

mientos del metal y del mecanismo vulgar de los cambios. Estos movimientos precisamente explican el trastrueque del Balance Comercial en 1891, que la teoría del "cambio a papel" no permitte interpretar.

Sin embargo, la diferencia es solo de mecanismo y no altera materialmente las conclusiones de la teoría del comercio internacional en un país a papel depreciado, desde que, lo importante (y lo que distingue el caso de la Argentina del de un país a patrón oro), es la existencia de este último. Es cierto que el oro entraba y salía del país en obediencia a los *"gold points"*; pero no llegaba a formar parte de su circulación monetaria. El metal siempre estaba a premio; por consiguiente, un flujo de oro hacia el país no subía el nivel de los precios ni un reflujo lo bajaba, y por lo tanto estos movimientos no afectaban las importaciones y exportaciones, como hubiese sucedido en un país a base metálica.

De esto no se puede concluir que los movimientos del oro no tenían importancia, no afectaban los precios. Tenían efectos sobre el valor de la moneda, pero contrarios a los que hubiesen tenido en un régimen metálico: un flujo de oro no abarataba la moneda y elevaba los precios, sino que apreciaba la moneda y bajaba los precios, al hacer descender el metal en términos de papel.

Hasta dónde esta teoría se ha comprobado en el caso argentino, no es el lugar de decirlo; esta discusión preliminar tiene el único objeto de descubrir el campo del presente estudio destinado a investigar la interelación entre los tres factores — papel moneda depreciado, préstamos extranjeros y comercio exterior — con el propósito de explicar el trastrueque del Balance Comercial del 91.

El trabajo ha sido dividido en dos secciones: Primera) La consideración de los dos hechos: papel moneda y préstamos y su relación. En ella se tratará de demostrar que el valor del papel dependía en gran parte de la condición de los préstamos,



y que por otra parte, estos mismos emanaban considerablemente de la situación del papel moneda. Segunda) La consideración de los efectos de esta interelación sobre el comercio exterior. Se buscará explicar, cómo en un país de papel depreciado e inconvertible, acaecen los cambios en las importaciones y exportaciones.

El período de veinte años que abarca este estudio se ha dividido en dos: 1º, el de 1880 a 1885, que constituye un importante ejemplo de la relación entre los préstamos y la circulación, es un período de reformas monetarias, de adopción y suspensión de pagos en especie; 2º, el período más importante de 1885 a 1890, fué de moneda inconvertible y depreciada, de inflación y especulación que culminan en 1891 y son seguidos por varios años de depresión y de reconstrucción hasta 1899 en que la Ley de Conversión pone fin a las fluctuaciones del premio.

## Capítulo III

### Historia monetaria argentina hasta 1885

La década 1880-1890 es un período de "expansión" ("boom") en la historia económica argentina; en esos diez años la Argentina emprende su gran desarrollo económico. En 1880 se establece el fuerte Gobierno de Roca. En 1881 se federaliza Buenos Aires y el 5 de Noviembre del mismo año se dicta la Ley Monetaria que es la base de la circulación argentina. Bajo la administración de Roca comienza a desarrollarse el gran programa de préstamos para la colonización de nuevas tierras y la construcción de ferrocarriles.

Hasta 1880, la historia Argentina es un largo período de luchas internas y guerras exteriores. Su principal industria consistía en el pastoreo; la lana argentina era de mala calidad y las ovejas, mal cuidadas, eran fácil presa de las epidemias. Los métodos agrícolas estaban en estado primitivo. El trigo,

que después se transformó en el producto principal, no crecía en cantidad suficiente para suplir las necesidades domésticas, no figurando en la exportación hasta el año 1878. El comercio exterior (combinadas las exportaciones y exportaciones alcanzaba en 1870 a 79.000.000 de pesos y a 256.000.000 de pesos en 1889. La población ascendía en 1869 a 1.830.000 almas y estaba confinada a las provincias del este y del norte, pues el resto del territorio habitado en buena parte por tribus indígenas, permanecía aún sin cultivar.

Es interesante el estudio de la circulación monetaria antes de 1851. Dice Jorge Pillado que el papel moneda argentino, además de cumplir su función en los cambios, ha servido a las finanzas oficiales, en todos los períodos, como una contribución forzosa sobre la población impuesta en momentos políticos difíciles (rebeliones, guerras, pago de gastos excesivos, etc.). Las cifras de la emisión en distintas fechas, dan una idea del monto de estos empréstitos forzosos. La primera emisión en 1822 fué de 290.000 pesos; en 1826 el monto total en circulación alcanzó a $ 2.694.856; en 1835, 15.000.000 pesos; en 1854, a 204.000.000; en 1865, a 298.000.000. Cuando se considera que la población ni siquiera se duplicó en esos cincuenta años, es fácil comprender porqué en 1865 el valor del peso papel apenas alcanzaba a tres o cuatro centavos oro.

En 1867, anexa al Banco de la Provincia de Buenos Aires se estableció una Oficina de Cambios para que efectuase la conversión de los billetes por tanto tiempo inconvertibles, — a razón de 25 pesos papel por un peso oro; el primer año la Oficina acumuló 3.481.000 pesos oro, y en 1873 sus reservas alcanzaron a 16.862.000 pesos oro. Pero pronto el metálico comenzó a disminuir con rapidez. Una ley de Junio 20 de 1873 autorizó la extracción de 3.000.000 de la Oficina, hecho que, junto a los grandes préstamos del banco al gobierno federal, los gastos de la guerra civil de 1874 y la crisis



financiera 1874-75, condujo al cierre de la oficina y a la inconversión.

Una cláusula de la ley sobre la Oficina de Cambios, declaraba que "el banco provincial podía emitir la cantidad de papel moneda necesario, para su ejecución (de la ley)"; parece que es lo que mejor se cumplió ya que al abrirse la oficina la cantidad de papel en circulación era de 298.458.000 pesos y años más tarde, en 1873, el banco provincial había emitido por medio de la Oficina 420.000.000 pesos de billetes de curso legal.

En 1872, se fundó por un grupo de capitalistas un banco de depósitos y descuentos, y además, agente financiero y prestamista del gobierno. A estas dos últimas funciones, se le obligó en compensación de la facultad, concedida por la Nación, de emitir billetes de curso legal y convertibles a la vista, hasta el doble del capital integrado. Las acciones ascendían a 20.000.000 pesos, de los cuales 2.000.000 subscribiría el gobierno entregando títulos. Así comenzó su vida el Banco Nacional en Noviembre 1873, mientras aparecían los primeros signos de la crisis. Por esto, para fortalecer su situación el Banco de la Provincia restringió sus emisiones; política prudente de que se aprovechó su novel rival para aumentar sus billetes y prestar liberalmente. Así es que en 1874, cuando la guera civil precipitó la crisis, el nuevo banco había emitido 4.500.000 pesos y contaba con 6.000.000 pesos de malos créditos en su activo. Y la inconversión de los billetes provinciales en 1876, fué seguida un poco más tarde por la de los nacionales.

El resultado neto del plan de conversión fué un enorme aumento del papel moneda. De 298.458.000 pesos, monto que ya sofocaba al país en 1866, la circulación fiduciaria aumentó en más del triple hasta 1876. A fines de 1881 el monto de papel en circulación llegó a 882.000.000 pesos, oscilando el valor del peso alrededor de cuatro centavos oro.

Después de la crisis de 1874-75, vino una saludable reacción. Nuevos arreglos se hicieron para el pago de la deuda nacional al banco provincial. El comercio exterior aumentó en 60 %. Mejoró la condición de los establecimientos de crédito entre 1878 y 1880 y el trigo hizo su aparición entre las exportaciones.

El hecho más importante de la década 1870-1880 fué la conquista del desierto y la entrega de las tierras conquistadas a la colonización. Desde entonces puede decirse que empieza la "expansión" en la especulación inmobiliaria; tan pronto como las tierras estuvieron al abrigo de las invasiones de los indígenas, su ocupación se efectuó gradualmente y sus valores comenzaron a subir.

Aparte del desordenado estado de la circulación, parecía no haber obstáculos para el desarrollo económico del país. Uno de los factores adversos, al lado de la depreciación del papel, consistía en la falta de uniformidad en las circulaciones, ya que no existía moneda nacional y cada provincia tenía la suya propia que variaba de valor aún entre dos ciudades cercanas. En Buenos Aires existían cuatro variedades de papel además de las monedas extranjeras, y en las otras provincias las piezas chilenas, peruanas, bolivianas y otras de oro, plata y cobre, circulaban junto a los billetes de Banco Nacional, de los bancos provinciales, de los establecimientos particulares y aun de casas comunes de negocio. Circulaban billetes convertibles e inconvertibles y las monedas de plata frecuentemente pesaban menos que su peso oficial (caso del "melgarejo" boliviano); es por esto que las balanzas fueron instrumento necesario en todos los negocios y oficinas.

El caso de un comerciante mendocino, que necesitaba traer mercaderías del Rosario, y tenía su capital en papel de Mendoza, ilustra bien la anarquía monetaria reinante; debía:

1) Cambiar en el mercado su papel mendocino por moneda chilena menuda, desde que no existía otra en abundancia.



2) Cambiar estas monedas en pesos.

3) Llegado al Rosario, cambiar los pesos por cuatro bolivianos y con esto pagar las mercaderías.

4) Por último, vender sus mercaderías en Mendoza, por papel moneda del banco local.

Se hacía indispensable solucionar este caos, pues el estado de la circulación resultaba tan "perjudicial a los intereses legítimos del país que no era posible continuar más en esas condiciones" (queja del Banco Nacional). La Ley de 1881, trató de remediar la situación; establecía el patrón bimetálico con dos unidades, el peso oro, de 24.89 gramos, 9|10 de fino; y el peso plata, de 385,8 gramos y 9|10 de fino; la relación legal era pues de 15.55. Para establecer una moneda nacional, prohibía la circulación de monedas extranjeras cuando ya se hubiesen acuñado ocho millones de pesos oro de metal amarillo y cuatro de plata. Un decreto posterior obligaba a los bancos de emisión a que dentro de los dos años de la ley, renovasen sus emisiones de acuerdo a la nueva unidad monetaria cambiando sus antiguos billetes por notas metálicas, y les prohibía las emisiones de billetes de valor menor a un peso. Las disposiciones sobre el bimetalismo fracasaron desde un principio, pues la plata cesó de acuñarse en 1884, cuando la cantidad emitida fué de 2.865.839 pesos. El oro fué acuñado hasta 1896 en cantidad cuatro veces mayor (31.722.525) que la suma a que se refería la ley y en ese mismo año, sin embargo, no había más moneda metálica en circulación que en 1881. Es por esto que a fines de 1886, cuando se habían acuñado 11.225.000 pesos oro, el director de la casa de moneda llamó la atención sobre el hecho que "el oro acuñado había sido embarcado o fundido, y por lo tanto era inútil seguir acuñando en aquellas condiciones".

Es interesante la subsiguiente historia de esta ley pretenciosa que aunque dió cierta medida de uniformidad a la circulación, no tocó en las raíces sus dificultades.

A fines de 1883, la Argentina tenía por primera vez un sistema monetario practicable. La antigua emisión de pesos 882.000.000 papel fué reemplazada por otra de 61.739.000 pesos en nuevos billetes metálicos nacionales hasta fines de 1884. Pero la conversión duró solo dieciocho meses, pues a fines del 84 ocurrió una crisis, que aunque corta y sin efectos industriales, fué suficiente para causar la suspensión de la conversión y la vuelta del curso forzoso, que duró hasta 1899.

En 1885, Roca, accediendo a la petición del Banco Nacional y del Banco de la Provincia, decretó la suspensión de la conversión por un período de dos años, y pocos meses más tarde se autorizó al Banco Nacional, y luego al de la Provincia de Buenos Aires y a otros, a emitir billetes de curso legal sin tener obligación de convertirlos. La conversión fué postergada después hasta 1889, año en que el país experimentó otra crisis, por lo que toda pretensión en aquel sentido fué abandonada; el premio del oro alcanzaba entonces a 100 %.

Las causas del fracaso de esta tentativa de conversión son dignas de cuidadosa atención, pues indican en cierto modo la naturaleza de nuestro problema y aclaran, en pequeña escala, las fuerzas que obraron en el período subsiguiente de cinco años que terminó en el Pánico Baring en 1890.

## Capítulo IV

### Los Préstamos y el Balance de Pagos

Para hacer posible la iniciación y continuación de los pagos metálicos, era necesaria la acumulación previa de reservas de oro en los bancos. Con este objeto los gobiernos nacional y provinciales, efectuaron operaciones de préstamos en el extranjero. Para saldar en parte las deudas pendientes con el Banco de la Provincia de Buenos Aires —cuatro millones de pesos en 1866, para hacer frente a los gastos de la guerra del Paraguay, y diez millones papel en 1876 para evitar la bancarrota



que amenazaba al gobierno después de la guerra civil y el pánico de 1874,—el gobierno nacional le entregó un empréstito de 6 % de 6.855.000 pesos. Con el fin de proveer al Banco Nacional de una reserva metálica el gobierno respectivo le compró 60.000 acciones, pagándolas con un empréstito de 5 % por 8.415.500 pesos. Política análoga siguió la provincia de Santa Fe respecto a su banco. De esta manera, los gobiernos nacional y provinciales, emitieron, entre 1881 y 1885, 26.561.000 pesos oro de títulos que produjeron 22.670.000 pesos oro; su servicio anual por intereses y amortizaciones alcanzaba a 1.486.829 pesos oro.

Si estas operaciones hubiesen sido las únicas, su carga habría sido tolerable para los gobiernos. Pero no fué así: el gobierno de Roca trató de acelerar la expansión económica del país y con este objeto, planeó un vasto programa de empréstitos. Los transportes eran la necesidad primordial de la Nación y el único medio para poblar el desierto. En 1875 la extensión total de los ferrocarriles alcanzaba a 1170 millas, y en 1880, a 1512; en los cinco años siguientes esta cifra se duplicó (2700). Esta cantidad, — pequeña si se considera los adelantos efectuados en los otros cinco años subsiguientes, en que la fiebre de los ferrocarriles alcanzó su cúspide—, indica los esfuerzos de los gobiernos y de la empresa privada para cultivar y poblar la tierra; aquellos estimulaban a los particulares garantiéndoles el interés de los capitales invertidos y construían por su cuenta líneas estatales.

Estos empréstitos se sucedían con extraordinaria rapidez y alguna vez la frecuencia con que la Argentina aparecía en el mercado de préstamos, precavió a los prestamistas europeos. El total de los préstamos para el fomento de ferrocarriles, en el período 1881 - 1885, alcanzó a un monto nominal de 53.112.000 pesos oro, de cuya cantidad solo se recibió en efectivo 46.989.800 pesos oro. Los servicios requerían una suma anual de 3.239.538 pesos oro.

A estos préstamos para sanear la moneda y construir ferrocarriles deben agregarse aquellos que se originaron en los arreglos políticos y los destinados a obras públicas. Después de la revolución del 80, el gobierno federal se hizo cargo de dos empréstitos de la Provincia de Buenos Aires por 14.018.000 pesos y se comprometió a pagar 5.000.000 pesos por la cesión de los edificios del gobierno provincial. También se hizo cargo de los trabajos del Puerto del Riachuelo y de las obras sanitarias de la ciudad de Buenos Aires cuya construcción había comenzado la provincia; el capital para la prosecución de estas obras se consiguió en 1886 y 1887 por un empréstito de 5 % de 42.000.000 pesos oro, el famoso Empréstito de Aduanas.

Por su parte la provincia de Buenos Aires emprendió la construcción de La Plata — que por sus ventajas naturales se la imaginó un futuro gran puerto marítimo—, y convencida del brillante porvenir de esta ciudad no vaciló en levantar costosos edificios; las extravagancias desplegadas en este trabajo, fueron una de las razones por las que el erario público se encontró en las grandes dificultades financieras que culminaron en la bancarrota del 91.

Resumiendo los empréstitos públicos efectuados durante el período de cinco años de reforma monetaria, 1881 - 85, tenemos:

EMPRESTITOS PUBLICOS, 1881 - 85

(Miles de pesos oro)

| Propósito | Valor nominal | Monto realizado | Servicio anual |
|---|---|---|---|
| Bancos y circulación | $ 26.561 | $ 22 258 | $ 1.487 |
| Ferrocarriles | » 53.112 | » 46.990 | » 3.240 |
| La Plata | » 21.517 | » 19.892 | » 1.506 |
| Totales | $ 101.190 | $ 89.140 | $ 6.233 |



El resultado de estas operaciones, fué aumentar enormemente la deuda externa de los gobiernos nacional y provinciales; a esto hay que agregar el 90 % de los pequeños empréstitos internos del período (1.542.000 pesos oro), y 90 % del empréstito interno municipal de la ciudad de Bs. As., de Oct. 30 de 1882 (3.863.000 pesos oro). De tal modo el aumento total de la deuda externa fué de 105.046.000 pesos oro y la carga de los servicios de 6.611.037 pesos oro.

Los préstamos privados en esta época no alcanzaron la magnitud que caracterizó los de los cinco años anteriores al Pánico Baring; en su mayor parte fueron invertidos en ferrocarriles y solo una pequeña parte — en relación a las anteriores inversiones—, se invirtió en tierras e hipotecas. El total del nuevo capital invertido en empresas privadas, computado según los informes de la Dirección de Ferrocarriles, del *Economist* de Londres, y del Manual de Mulhall, etc., señala en los cinco años, 1881 - 85, un aumento de 44.313.000 pesos oro, de los cuales 31.313.000 pesos representan colocaciones en ferrocarriles, y 13.000.000 en otras formas de empresas privadas; computando el interés al 5 %, encontramos un aumento en los servicios del capital privado de 2.215.650 pesos.

El total de préstamos en este período puede resumirse como sigue:

TOTAL DE LOS PRESTAMOS EXTRANJEROS Y DE SUS INTERESES, 1881 - 85

(Miles de pesos oro)

| | Préstamos | Interés |
|---|---|---|
| Empréstitos públicos | $ 105.046 | $ 6.611 |
| nversiones privadas | » 44.313 | » 2.216 |
| Totales | $ 149.359 | $ 8.827 |

Muchos escritores argentinos, sobre tópicos económicos, sostuvieron generalmente que las vicisitudes de la historia del papel moneda no tienen nada que ver con las operaciones de préstamos o con el balance de pagos internacionales, y sí con los malos gobiernos, las malas administraciones políticas y financieras y las emisiones excesivas de papel moneda.

Así Martínez y Lewandowski en "La Argentina del siglo XX", se expresan como sigue:

"La afirmación que atribuye la depreciación del papel moneda y por consiguiente el curso forzoso, a una balanza comercial adversa, está desprovista de bases científicas y no se encuentra sostenida por pruebas definidas..... las verdaderas causas de la depreciación han sido siempre las excesivas emisiones de papel, el envilecimiento de los instrumentos de crédito del país por la superabundancia de papel moneda".

No pretendemos negar la influencia de la cantidad de papel moneda sobre su valor, ni tampoco la costumbre tan común de los gobernantes argentinos de recurrir a la prensa de imprimir para financiar sus dificultades; pero trataremos de demostrar que el mero aumento de papel no explica suficientemente los ascensos ocurridos en el premio del oro, y que el elemento importante en la situación, y a nuestro modo de ver el elemento contraloreador, consistió en el balance de pagos adverso, en el que el factor dominante fué el de los préstamos.

Trataremos de dilucidar el rol jugado por los préstamos en el período de pagos en metálico que finalizó en 1885. Entonces no hubo emisiones (1), por el contrario la gran masa

(1) Esta afirmación de Williams es inexacta, y nos indujo a una falsa apreciación al comentar, en el número anterior de esta Revista, la 3ª edición de los *Estudios sobre la moneda*, del Dr. Juan B. Justo. Entre 1883, fecha del restablecimiento de la conversión, y fines de 1884, los bancos, según Jorge Pillado (v. *El papel moneda argentino*, pág. 53) aumentaron sus emisiones de un valor en pesos moneda nacional de 50.839.850 a $ m|n. 61.739.000. Además, las antiguas emisiones en pesos moneda corriente, a pesos fuertes y pesos bolivianos, no fueron substituídas por notas o billetes metálicos como dice Williams, sino convertibles a la vista en metálico, al tipo fijado; sólo una parte fué reemplazada por nuevos billetes. Sin embargo, este error, no quita al Balance de Pagos, la influencia preponderante, ya que no exclusiva, que tuvo en la crisis 1884-1885.—(N. del T.)



de billetes sin valor fué reemplazada por los billetes metálicos convertibles a la par. No puede, pues, aceptarse la tesis de los autores citados.

El cuadro siguiente enseña el saldo de los préstamos en los cinco años 1881-85. La primera columna da el monto del capital que tomó el país anualmente; la segunda muestra el monto anual pagado por intereses y amortizaciones sobre el capital extranjero colocado en el país y la tercera indica el "saldo" entre los nuevos préstamos y los servicios anuales

SALDO DE PRESTAMOS, 1881-85

(MILES DE PESOS ORO)

| Año | Nuevos préstamos (1) | Servicios (Intereses y amortizaciones) (2) | Saldo (1-2) |
|---|---|---|---|
| 1881..... | $ 14.075 | $ 11.967 | $ 2.108 |
| 1882..... | » 25.293 | » 15.724 | » 9.568 |
| 1883..... | » 47.399 | » 14.496 | » 27.903 |
| 1884..... | » 39.732 | » 27.574 | » 12.158 |
| 1885..... | » 38.732 | » 22.637 | » 15.522 |

Los préstamos y el saldo (1-2) culminaron en 1883, año en que comenzaron los pagos metálicos.

En lo que concierne a los préstamos, el saldo se mantuvo favorable, pero en lo que respecta al saldo comercial no podemos decir lo mismo. El cuadro siguiente da las exportaciones e importaciones desde 1881 a 1885.

BALANCE COMERCIAL, 1881 - 85. (1)

(MILES DE PESOS ORO)

| Año | Exportaciones 1 | Importaciones 2 | Saldo 1—2 |
|---|---|---|---|
| 1881 ..... ... | $ 57.988 | $ 55.706 | + $ 2.232 |
| 1882 ..... | » 60.389 | » 61.246 | — » 857 |
| 1883 ..... | » 60.208 | » 80.436 | — » 20.228 |
| 1884 ..... | » 68.030 | » 94.056 | — » 26.026 |
| 1885 ..... | » 83.879 | » 92.822 | — » 8.343 |

El saldo favorable de 1881, se convierte en saldo desfavorable en 1882, que aumenta notablemente en 1883 y 1884 y disminuye en 1885.

El balance desfavorable no provenía de una disminución de las exportaciones, que experimentaron un lento aumento hasta 1885 y en este año subieron fuertemente, sino de un notable aumento de las importaciones. El valor de las importaciones en 1884 fué alrededor de 59 % mayor que en 1881. Esta expansión de las importaciones que coincide con los grandes préstamos, es un fenómeno bastante común, que apareció aún más acentuadamente en la última mitad del período 1880-90, cuando los préstamos fueron mucho mayores que en la primera mitad.

Con los dos cuadros anteriores podemos formar el siguiente cuadro:

(1) Preciso es tener en cuenta, que, según nuestro cálculo, el 15 ó 20 % de las importaciones durante esos años fué resultado directo de los empréstitos negociados en Inglaterra para la construcción de ferrocarriles, y por lo tanto estos préstamos no originaron operaciones de cambio y estrictamente no interesan a nuestro problema.



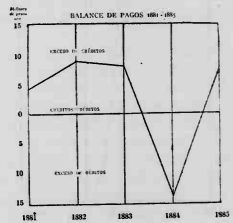
BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES, 1881 - 85. (1)

(MILES DE PESOS ORO)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1881 | $ 72.013 | $ 67.673 | $ + 4.340 |
| 1882 | „ 85.682 | „ 76.970 | „ + 8.712 |
| 1883 | „ 107.607 | „ 99.932 | „ + 7.830 |
| 1884 | „ 107.762 | „ 121.630 | „ — 13.868 |
| 1885 | „ 122.611 | „ 114.859 | „ + 7.752 |

En el gráfico siguiente se nota claramente la inversión del saldo en 1884; examinaremos ahora los efectos de esta inversión sobre los cambios extranjeros y sobre la circulación.

GRÁFICO Nº 1




La línea cero representa el equilibrio de la demanda y oferta de cambios. Antes de 1883, —desde que las exportaciones más los préstamos anuales, excedían las importaciones más los pagos de interés,— la oferta de cambios era superior a la demanda. Pero en 1884 ocurre lo contrario: la demanda excede a la oferta y causa una baja en los tipos; en otros

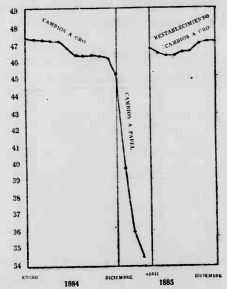
(1) Por falta de datos y por su poca importancia no incluímos otros items como remesas de inmigrantes, etc.

términos, causa una disminución en el valor de la circulación argentina, tan grande que origina la suspensión de los pagos metálicos.

El gráfico Nº 2 denota el movimiento del tipo del cambio en libras esterlinas y a noventa días. Tenemos en el espacio de dos años, tres distintas situaciones respecto a las condicio-

GRÁFICO Nº 2

TIPOS DE LOS CAMBIOS INTERNACIONALES
(EN LIBRAS A NOVENTA DIAS A LIBRAS ESTERLINAS)
1884-1885




nes del cambio y de la circulación. En el primer período de Enero a Diciembre de 1884, el cambio, está expresado en términos de oro; el papel es convertible en oro a la par, pues el oro es la base de la circulación. De Enero a Abril de 1885, los cambios a oro se dislocan; el tipo, en lugar de detenerse en 46, —punto de exportación del metal,— como hubiese sucedido normalmente en un sistema de cambios a oro, continúa descendiendo rápidamente hasta 34 ½. En Abril de 1885, sin embargo, la situación varía: las cotizaciones de los cambios



se expresan nuevamente a oro, como antes del colapso. Pero hay diferencias entre las dos situaciones. En el primer período el papel está a la par con el oro y en el último, es inconvertible y su valor en oro se manifiesta por las fluctuaciones del premio del metal. Tenemos, por consiguiente, después de 1885, dos circulaciones, una para las transacciones internas y otra para las externas. Y este es el estado de cosas que perdura hasta el 99.

No puede dudarse pues de las causas de la suspensión de los pagos en metálico: el balance de pagos desfavorable de 1884 y la consiguiente baja del cambio. El déficit ocurrió en 1884; y la dislocación de los cambios y suspensión de pagos metálicos no ocurrió hasta 1885, retardo explicable por la lucha de los bancos oficiales para capear la tormenta y mantener la conversión.

En junio de 1884 el Banco de la Provincia de Buenos Aires, abandonó esta lucha y suspendió la conversión, lo que llevó una carga enorme sobre el Banco Nacional que, sin embargo, prosiguió la conversión por siete meses más. Durante este período no solo convirtió libremente sus billetes, sino que también vendió cambios sobre el exterior a un tipo mucho más alto que lo que el comerciante hubiese tenido que pagar en el mercado libre. En estos negocios de cambios, aceptaba papel u oro, indiferentemente.

Hasta fin de año los bancos citados desembolsaron 77.000.000 pesos en convertir papel en oro y en operaciones de cambio. El Banco Nacional en particular, sufrió grandes pérdidas debidas a la diferencia de cambios sin contar los intereses sobre los créditos en descubierto que tuvo que solicitar en Europa.

En Enero de 1885 fué decretada la suspensión en favor del Banco Nacional, y la depreciación, artificialmente contenida, comenzó a obrar sobre el papel; el cambio bajó a 34 ½ y aún a 29 peniques.

Por decreto de Marzo de 1885, se permitió a los bancos

emplear sus reservas metálicas en operaciones de cambio, con la obligación de reponerlas dentro de dos años. Desde entonces, las operaciones de cambio se efectuaron exclusivamente en oro, y el comprador de cambio tuvo primero que comprar metálico para este propósito, o tener con su banquero una cuenta a oro para las transacciones exteriores.

Así, en abril de 1885, se estableció de nuevo el cambio a oro. Desde enero del mismo año, el papel moneda circulaba depreciado; y tal situación se mantiene hasta la fijación del valor del papel en 1899.

Resumiendo: no hay razón para dudar que la inconversión del 85 se debió a la alteración del balance de pagos causada por los grandes préstamos de capitales extranjeros, que originaron pesados intereses e infladas importaciones, cuyo pago trajo una caída pronunciada en los cambios que, al dejar exhaustos los recursos de los bancos debido a las operaciones de cambios a pérdida, causó la inconversión.

## Capítulo V

### El sistema bancario nacional y el premio del oro

Desde que la causa de la crisis del 85 fué el anhelo de apresurar la prosperidad del país, pudo haberse esperado que los años siguientes presenciasen una política más sobria. Este propósito se manifestaba en Roca cuando en su Mensaje de 1885 decía: "Si los individuos, la Nación, y las provincias practicasen la economía y desistiesen de los préstamos y de los grandes trabajos públicos por un año o dos, las cosas se normalizarían".

Sin embargo, los préstamos recomenzaron y cuando en 1885, Roca fué sucedido por Célman —superficial optimista e incompetente administrador,— la Argentina siguió su ficticio progreso. No todos los hechos que sucedieron bajo este



gobierno, sin embargo, fueron debidos a sus actos. El espíritu de especulación fué general y en parte inherente a la situación. Pero los gobiernos, nacional y provinciales, jugaron el papel predominante y a no ser por la extravagancia y el espíritu especulativo y malgastador, nunca la especulación hubiese alcanzado las proporciones a que llegó.

La actitud del gobierno en el período anterior y en el que consideramos fué diferente. En el primero se hizo un genuino esfuerzo para sanear la circulación, que fracasó a causa de la liberalidad de los préstamos. Pero en el segundo, los préstamos extravagantes y en grandes sumas y la desenfrenada expansión de la circulación, corrieron parejas causando la continua elevación del premio del oro —tanto mayor cuanto más se acercaba el año 1891, la expansión de los negocios, la extensión del crédito personal en forma no igualada por otros países y finalmente en el 91, la crisis inevitable seguida por un largo período de liquidación y depresión que termina en 1900.

Cuando se decretó la inconversión, la intención manifiesta del gobierno fué no permitir la emisión de más billetes. La circulación era de 61.739.000 pesos, habiéndose definido claramente por el P. E. el monto de billetes inconvertibles perteneciente a cada establecimiento bancario. Para prevenir nuevas emisiones, se creó una oficina de inspección cuyos cargos serían provistos por el P. E.

El congreso aprobó y modificó en parte las medidas del Ejecutivo. Se permitió al Banco Nacional emitir hasta doble de la emisión existente de 28.000.000 pesos. Comenzaron pues las nuevas emisiones, a pesar de la intención manifiesta de volver a los pagos metálicos en 1887. En Diciembre del 86 el Banco de la Provincia de Buenos Aires fué autorizado por el Ejecutivo a emitir billetes inconvertibles hasta 7.000.000 pesos. En el mismo mes, el Congreso, por sugestión de Celman postergó la conversión hasta Enero 1º de 1889. "El retorno a los pa-

gos metálicos, decía el presidente en su mensaje, debe reposar sobre bases sólidas; debe ser decretado por el desarrollo de la riqueza industrial y comercial, por la fortuna acumulada del país, y no por la ley".

Sin embargo, si se debió restablecer la conversión, el año 1887 constituyó la mejor época. El premio del oro fué bajo (promedio anual 37 en 1885, 39 en 1886, y 35 en 1887). Experimentó este descenso a pesar de las emisiones inconvertibles, debido a que el balance de pagos internacionales, a causa de los préstamos, se volvió favorable al país.

Pero en vez de la conversión, la Argentina recurrió a una medida que retardó por 12 años más, la vuelta a los pagos metálicos. Esta medida fué la Ley de los Bancos Nacionales Garantidos, o Ley de los Bancos Libres, como también se la designa, que trataba de imitar el régimen bancario de los Estados Unidos. En Septiembre de 1887 fué propuesta por Celman y el 6 de Noviembre fué aprobada por el Congreso; sus principales disposiciones eran:

1 Cualquier establecimiento bancario podía emitir billetes con tal que:

a) Tuviese un capital mínimo de 250.000 pesos.

b) Comprase títulos nacionales a oro hasta el monto total de los billetes a emitirse.

2 Estos títulos debían ser emitidos especialmente con este propósito bajo la forma de un empréstito interno a oro (Empréstito de los Bancos Garantidos), y gozarían de un interés del 4 ½ % y una amortización por medio de un fondo acumulativo al 1 % anual.

3 La emisión de billetes sería limitada al 90 % del capital del banco emisor.

4 Los títulos serían pagados a oro, a no menos de 85.

5 El oro sería depositado en la Oficina de Inspección de Bancos durante dos años, y después debería ser aplicado al pago de la deuda nacional externa.



6 En caso de quiebra de un banco, los títulos serían vendidos para pagar sus billetes, y cualquier falla sería pagada por el gobierno.

7. El nombre del banco emisor debía estar impreso en los billetes.

El propósito fundamental de esta ley, fué el de asegurar la convertibilidad del papel moneda. La garantía era doble: el monto del oro pagado por los títulos y estos mismos títulos. Además, la ley intentaba establecer una circulación uniforme en todo el país. Alguna uniformidad se había alcanzado por las medidas de los años 1881-83, aunque los billetes emitidos en una provincia no circulaban libremente y con el mismo valor en las otras. Se esperaba que el nuevo plan, al dar a todos los bancos el derecho de emitir, en las mismas condiciones, traería la deseada uniformidad.

Es discutible si el gobierno fué sincero en la defensa de la nueva ley. Suplantar el sistema existente—por otro menos restrictivo que permitía emitir billetes a *cualquier* banco que estuviese dentro de las condiciones de la ley,—obviamente no podía tener otro efecto que el de aumentar la emisión ya redundante. Los usos a que sirvió el nuevo sistema aumentan las sospechas. Veinte bancos se aprovecharon del privilegio de emisión. De ellos, trece, fueron instituciones provinciales, cuyo capital les fué suministrado por los respectivos gobiernos, uno fué el Banco Nacional, agente financiero del gobierno de la Nación, y seis fueron bancos privados. Muchos de los bancos provinciales, tenían de banco sólo el nombre y según R. Pillado algunas instituciones incorporadas al nuevo sistema, no existían en la fecha del decreto de autorización y estaban sólo en proyecto.

Por valor de 47.243.000 pesos oro, las provincias hicieron nuevos empréstitos para obtener el metálico necesario para la compra de títulos de garantía. Estos préstamos gravitaron acentuadamente en el estallido del Pánico Baring. A pesar de éstos préstamos, parece que pocas provincias pagaron los títu-

los. En unos casos, el pago fué diferido; en otros, acreditado su monto en los libros de la Nación. El Banco de la Provincia de Buenos Aires para emitir 50.000.000 pesos de billetes, compró títulos por el mismo valor, pagando 32.958.574 en oro y el resto en pagarés; lo mismo sucedió con la provincia de Celman, Córdoba. En total, sobre 196.832.590 pesos de títulos, menos del 40 % se pagó en oro, o sea 76.500.000 pesos.

Hay muchos otros ejemplos de malas prácticas. Algunos bancos usaban del privilegio de la emisión para prestar a los "políticos". La memoria de la Caja de Conversión de 1890, sostiene que algunos bancos publicaron falsos balances. El banco de Córdoba emitió 33.000.000 pesos de billetes aunque su máximo legal era de 8 millones de pesos y más tarde se descubrió que este mismo banco había dispuesto por medios ilícitos de más de 70.000.000 de pesos. El Banco Nacional tampoco estuvo exento de manchas; después del fracaso del 90, resultó que las malas deudas llegaban a más de un tercio del capital (50 millones de pesos).

Aunque hubiese sido bien administrado el sistema de bancos libres la expansión desmedida de la circulación habría sido inevitable. La libertad de emisión causó el aumento del papel moneda ya redundante, como puede verse por las siguientes cifras:

CANTIDAD DE PAPEL Y PREMIO DEL ORO, 1885-91
(MILES DE PESOS PAPEL)

| Año | Papel en circulación (Diciembre 31) | Premio del oro Promedio anual |
|---|---|---|
| 1885 ..... | $ 74.820 | 37 |
| 1886 ..... | » 89.197 | 39 |
| 1887 ..... | » 94.071 | 35 |
| 1888 ... ..... | » 129.505 | 48 |
| 1889 ..... | » 163.748 | 91 |
| 1890 ..... | » 245.100 | 151 |
| 1891 ..... | » 261.408 | 287 |



En los tres primeros años, el aumento es de menos de 20.000.000; pero después de la ley del 87, la cantidad de papel en circulación se triplica. Desde 1885 hasta 1887, el premio se mantiene estacionario en lo que concierne a sus promedios anuales y más bien hay un ligero descenso, a pesar del aumento de la circulación,—explicable por los saldos favorables del balance de pagos causados por los préstamos—descenso que junto a otros hechos posteriores nos prueba la influencia del balance de pagos sobre el valor de la circulación.

Desde la nueva Ley de Bancos, el premio comenzó a subir primero lentamente y luego con tanta más rapidez cuanto se acercaba el 91, en cuyo mes de octubre el premio alcanzó el máximo de 364. Después de 1891, el premio desciende para subir en 1894-95 y bajar nuevamente hasta 1899.

---

Como sucede siempre bajo un régimen de papel depreciado, el premio del oro se atribuía entonces a las maniobras de los especuladores. En lo que concierne a las fluctuaciones en períodos cortos, hay mucha verdad en este aserto. Se explica que la especulación haya sido fácil en un mercado pequeño —como el de Buenos Aires—y con un reducido fondo de oro. El monto de oro poseído por los dos bancos oficiales en 1887 alcanzaba a sólo 15.500.000 pesos. La venta de una suma regular de metálico por los bancos hacía bajar el premio, mientras que el retiro o la exportación de las existencias flotantes del metal forzaba el premio hacia arriba. El carácter especulativo de muchas de las compras y ventas de oro puede verse en las cifras de las compensaciones mensuales de la Bolsa de Buenos Aires. Las compensaciones totales en los últimos seis meses de 1886 fueron de 379.000.000 de pesos y las de solo el mes de octubre ascendieron a 121.000.000 de pesos; cifras enormes si se considera lo reducido de la existencia de oro.

Estas manipulaciones del mercado de oro, tenían además otro propósito que el de efectuar un beneficio por medio de

la compra y venta del metal, a saber, la alteración del mercado de títulos. Las manipulaciones con este fin fueron frecuentes durante todo el período de papel depreciado y se acentuaron después del pánico de 1891, cuando las casas bancarias europeas se encontraban cargadas con gran cantidad de títulos argentinos—que habían suscripto durante el período de inflación—que se depreciaban rápidamente después del colapso. Para hacer más negociables estos títulos, los sindicatos europeos enviaban oro a Buenos Aires. El aumento de la cantidad de metal causaba la apreciación transitoria del papel; y la baja del premio del oro producía en el exterior la ficticia impresión de una mejora de la situación general del país. Y los títulos argentinos subían de valor.

Otra variedad de las manipulaciones en los cambios fué la practicada por los tenedores de cédulas hipotecarias. Gran cantidad de cédulas había sido vendida en el exterior durante los últimos años del período 1880-1890, dando lugar a la más extraordinaria especulación en tierras. Desde que el interés y el principal se pagaban al tenedor extranjero en papel, el valor real de la cédula dependía del premio del oro. El hecho de que centenares de millones de cédulas se poseían en el exterior, hacía extremadamente difícil la adopción de medidas para fortalecer el valor del papel moneda, pues el tenedor extranjero podía retornar sus títulos en cualquier época. Cuando el papel moneda subía de valor, las cédulas volvían a Buenos Aires para venderse, causando el trastorno del mercado de los cambios. La venta de cédulas en grandes cantidades aumentaba la demanda de cambios, ya que había que remitir su producto al exterior; los cambios bajaban, subía el premio del oro y el papel moneda se volvía más inestable que antes.

El ministro de Hacienda Varela declaró en el 89 que las fluctuaciones de los cambios debidas al continuo flujo y reflujo de cédulas hacían imposible cualquier mejora en la circulación. Las operaciones en cédulas, como las de los especuladores en oro, fueron causas de fluctuaciones a *corto término* del



premio del oro, pero no constituyeron un factor fundamental en la circulación. Como se verá después, aun si las cédulas se hubiesen convertido a oro—como proponía Varela,—la acción de esta operación sobre el premio no hubiese sido decisiva. En efecto, es fácil comprender que si las cédulas se hubiesen convertido a oro al premio corriente del 89—151 %—el peso de los intereses en 1891 y años sucesivos cuando el premio oscilaba entre 250 % y más, habría aumentado considerablemente y hubiese resultado en una mayor elevación de éste.

La verdad parece ser que el gobierno no entendió el problema o que, entendiéndolo, no quiso tomar las medidas para solucionarlo. Celman (mensaje del 89) expresaba su convicción de que "cualquiera que sea el sacrificio ocasionado por la depreciación es insignificante si se lo compara con las ventajas que resultaron a la República del establecimiento de bancos en las provincias y el estímulo que recibió la industria gracias a ellos. "El gobierno sostuvo que la depreciación provenía de las maniobras de las especuladores y por consiguiente, y en contra de la opinión de los principales diarios, prohibió, por decreto, las transacciones en oro en la Bolsa.

No se necesita buscar mucho la razón del fracaso de esta medida. La especulación no podía suspenderse sin prohibirse las transacciones en oro y éstas eran necesarias a los interesados en el comercio exterior, puesto que las letras de cambio sólo se negociaban en metálico. Desde la prohibición, los importadores, las compañías ferroviarias y todos los que necesitaban remitir fondo al exterior, al negárseles la oportunidad de comprar oro cuando quisiesen, se vieron forzados a acumularlo, previendo futuras necesidades. El resultado fué la reducción de la oferta de oro en el mercado y la intensificación de las transacciones privadas fuera de la Bolsa. Naturalmente, el precio del oro subió rápidamente. El metal se volvió tan escaso para responder a la demanda del comercio exterior, que el gobierno autorizó al Banco Nacional a vender diariamente, de sus fondos, entre 300.000 y 600.000 pesos oro, al tipo fijado por

el mismo banco. Pero, este control del premio fracasó, pues el mercado, prescindiendo de la tasa oficial, adoptó la fijada por los negociantes. En Mayo del 89 el gobierno vendió cerca de 5.000.000 de pesos oro, utilizando los fondos que recibió en pago de los títulos de garantía—destinados por la ley de Bancos a permanecer dos años bajo custodia y luego emplearse en la redención de la deuda externa. La disminución de estas reservas empeoró más el papel moneda.

---

Habiendo fracasado la prohibición, el gobierno presentó un proyecto de creación de un tesoro nacional con un fondo de conversión de 50.000.000 pesos en oro y plata, que se formaría con los fondos metálicos que el gobierno tenía en los bancos Nacional y Provincial de Buenos Aires, las reservas metálicas de los bancos y el producto de la venta de acciones en poder del gobierno. Contra este fondo, el tesoro emitiría certificados de oro y plata convertibles a la par, a cambio de los billetes depreciados de los bancos garantidos, según el tipo que fijase el ministro de Hacienda. Los billetes así obtenidos serían usados para la compra de los 40.000.000 de pesos de los Títulos Internos a oro de 4 ½ % que( de acuerdo a la ley) garantían las emisiones del Banco Nacional. Una vez comprados, estos títulos se colocarían en el exterior y el producto, en oro y plata, sería dedicado a aumentar el fondo de conversión y a ofrecerse al público a cambio de certificados. Los certificados recibidos se utilizarían en la compra de cédulas a papel, que serían convertidas en bonos hipotecarios a oro al 4 %. Estas cédulas a oro se enviarían al exterior como substitutos de las cédulas a papel; y el producto sería empleado en la compra de letras de cambio sobre el exterior para remitir periódicamente los intereses de la deuda pública.

Es difícil averiguar los motivos reales de este proyecto. Según las explicaciones del gobierno, los propósitos eran dos; 1) disminuir la cantidad de papel depreciado e inconvertible y



substituirlo por certificados de Tesorería convertibles; 2) disminuir las posibilidades de manipulación del cambio por los especuladores en oro, a) eliminando gran parte de las cédulas a papel y evitando así el continuo flujo y reflujo especulativo, y b) proveyendo al gobierno de los medios para comprar cambio para sus remesas al exterior y privando así a los especuladores de uno de sus clientes principales.

En lo que respecta al primer propósito, hay razones para dudar de la sana intención del gobierno; pues poco tiempo después presentó al Congreso un proyecto de ley que gravaba en 2 % los depósitos de los bancos que no emitían billetes, lo que equivalía a inducirlos a la emisión.

En cuanto a la conversión, la intención aparece dudosa. Si la intentaba realmente, ¿por qué recurría a la emisión de certificados metálicos? ¿Por qué no usaba fondos metálicos del Tesoro Nacional para cambiarlos directamente por billetes nacionales? Es difícil suponer que el público hubiese consentido un cambio a la par de metálico por certificados, pues éstos nunca valdrían más que el oro que representaban, y a pesar de la promesa de conversión, podrían, si el gobierno volvía a su política anterior, valer mucho menos. El gobierno conocía esta falta de confianza, pues el proyecto prohibía al tesoro la emisión de certificados en exceso del fondo metálico y agregaba que los encargados del tesoro podían "oponer y resistir cualquier orden de cualquier autoridad (¡aun del gobierno!) para emitir certificados en exceso del metálico acumulado".

Si se hubiesen llevado a cabo las medidas sobre las cédulas a papel, habrían tenido el beneficioso resultado de descargar al mercado de su plétora de células y hubieran eliminado una de las causas del disturbio en los cambios; sin embargo, sus efectos no hubiesen sido decisivos. Por otra parte, la propuesta de emitir cédulas a oro al 4 %, eventualmente, hubiese aumentado, más bien que disminuído, el pasivo del país en el extranjero.

Esta propuesta de emisión de cédulas a oro y la de venta en el exterior de los $ 40.000.000 de los títulos internos a oro

que garantían los billetes del Banco Nacional, parecen indicar el objeto real del gobierno. Habían solo dos medios por los cuales éste podía fortalecer el valor del papel. Uno, el método más obvio, consistía en poner freno a las nuevas emisiones y quemar una parte de las existentes. Recién en 1889 se sugirió este método y el gobierno no tuvo el suficiente coraje para llevarlo a la práctica, pues la inflación había progresado tanto, que una disminución del circulante hubiese causado la baja general de los precios y la conmoción de la extravagante especulación en tierras. Se dejó por consiguiente, que los negocios siguiesen su propio curso hasta que otra circunstancia—los compromisos del país en el exterior,—trajo el colapso.

---

Las propuestas de venta en el exterior de los títulos de garantía y de las cédulas a oro, indican la fuerte necesidad de préstamos que tenía el gobierno. El ejemplo más curioso de esta necesidad está contenido en un decreto de Celman (octubre 1889) que ordenaba la venta en Europa de 24.000 leguas cuadradas de tierras públicas para la colonización al precio mínimo de $ 2 oro por hectárea. La disposición más importante decía: "Los $ 120.000.000 oro que constituirán el producto mínimo de la venta de estas tierras públicas, y cualquier exceso sobre esta suma, se depositarán para la conversión de los billetes de banco".

La realización de este proyecto era imposible pues las tierras quedaban muy lejos de los mercados y estaban desprovistas de medios de comunicación; el plan no fué aprobado por el Congreso y no se habló más de él. Pero indica claramente el deseo de mantener las corrientes de oro extranjero hacia el país.

Es pues a los préstamos, a que debemos acudir para comprender la situación monetaria y la naturaleza de las fuerzas que precipitaron el pánico de 1891.



## Capítulo VI

### Los préstamos, 1885 - 1890

Los préstamos de la segunda mitad del período 1880-90 se diferencian de los de la primera, no tanto en su naturaleza, cuanto en su magnitud. Después de la breve crisis del 84, la introducción de capital extranjero, y por consiguiente, la "expansión" ("boom") recomenzaron con mayor intensidad. Muchas razones se combinaron para causar la gran explosión especulativa que estudiaremos. Los europeos no fueron menos responsables que los mismos argentinos. En este período comienza la expansión mundial del capital británico, que se desparrama en grandes sumas tanto en Sud Africa como en Australia y Sud América. También llegaron a la Argentina capitales alemanes, franceses y belgas, aunque proporciones insignificantes comparadas con el tremendo influjo de capital británico.

Las circunstancias internas contribuyeron también a la "expansión". El gobierno de Roca inspiró más confianza a las colocaciones extranjeras. El desarrollo de los ferrocarriles, por otra parte, abrió nuevos territorios, poniéndolos al alcance de la colonización. Los trabajos portuarios ofrecieron promesas de más facilidades para el comercio. Y el gobierno impulsó por todos los medios la inmigración y colonización.

Pero al subir Juárez al gobierno, el programa moderado de desarrollo de las fuerzas del país, se transformó en extravagante optimismo. Se multiplicaron las concesiones ferrocarrileras. Las operaciones de tierras, alimentadas por los bancos hipotecarios oficiales, se transformaron en mera especulación. El espíritu especulativo se intensificó por las condiciones de la circulación monetaria. Los efectos intoxicativos de la elevación artificial de los precios, causada por el papel que se depreciaba, son demasiado familiares para necesitar comentario. Y la instabilidad de la situación, las constantes oscilaciones del

premio del oro, daban oportunidades para ganancias especulativas, de que tanto europeos como argentinos trataban de sacar provecho.

Respecto a los empréstitos públicos, la conexión entre el papel moneda y los préstamos fué más directa. Los empréstitos provinciales se emitieron para comprar los títulos de garantía de las emisiones. El deseo del gobierno nacional de tomar empréstitos extranjeros tenía dos motivos, ambos originados por la situación de la circulación: uno, fué conseguir fondos para hacer frente a los compromisos domésticos y externos, que a causa de la rápida depreciación de los billetes requerían un desembolso cada vez mayor de los mismos; el otro fué contrarrestar la baja del papel, por la introducción de oro extranjero, que mejoraría su valor depreciado en el continuo cambio de oro por papel y papel por oro, originado en el comercio exterior. Además, el aumento del metal aproximaría el fin de la conversión y así, al renacer la confianza, contribuiría aún más a la baja del premio.

Nuestra presente tarea será averiguar el monto y objeto de los préstamos. La magnitud de la "expansión" especulativa y su desarrollo, puede apreciarse por el número de las nuevas sociedades inscriptas en el Registro Público de Comercio. Los datos no tienen valor preciso, pues sólo representan el capital declarado y no el realizado, y "algunas compañías sólo colocaron una o dos cuotas de sus acciones; otras ni siquiera consiguieron subscriptores". Los capitales en su mayoría eran nacionales, desde que las sociedades extranjeras no estaban obligadas a declarar su capital en el Registro. El cuadro siguiente da una elocuente imagen de la fiebre especulativa durante su desarrollo y cuando alcanzó su máxima intensidad.



NUEVAS SOCIEDADES INSCRIPTAS EN EL REGISTRO PUBLICO DE COMERCIO, 1882-91

(Miles de pesos papel)

| | | |
|---|---|---|
| 1882-83 | $ | 19.000 |
| 1884-85 | „ | 24.500 |
| 1886-87 | „ | 129.000 |
| 1888-89 | „ | 574.000 |
| 1890-91 | „ | 203.000 |
| | $ | 949.500 |

Es difícil establecer con exactitud los propósitos reales de muchas de estas sociedales, porque tras las más variadas designaciones se ocultaban a menudo proyectos especulativos. Se da sin embargo como substancialmente correcta la siguiente clasificación, que indica que, en su primer rubro, se efectuaron las principales colocaciones.

(Miles de pesos papel)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1 | Negocios en tierras, colonización, cultivos ..... | $ | 275.000 |
| 2 | Ferrocarriles, Tranvías, Navegación ..... | „ | 244.000 |
| 3 | Compañías de Seguros ..... | „ | 139.000 |
| 4 | Bancos ..... | „ | 137.000 |
| 5 | Empresas comerciales e industriales, compañías telefónicas, varios ..... | „ | 154.000 |
| | | $ | 949.000 |

La clasificación de los capitales extranjeros es más precisa. Estudiaremos los préstamos extranjeros bajo los siguientes rubros:

I.—*Inversiones privadas*:

A) Tierra.
B) Ferrocarriles.
C) Otras inversiones.

II.—*Empréstitos públicos*:

A) Nacionales.

B) Provinciales y Municipales.

III.—*Saldo de préstamos*:

## I. — Préstamos Privados

Como es bien sabido, la especulación en tierras se efectuó merced a los Bancos hipotecarios, cuyas cédulas se hicieron muy comunes en las bolsas europeas. Había dos Bancos, el Banco Hipotecario de la Provincia de Buenos Aires, fundado el 1872, y el Banco Hipotecario Nacional, fundado en 1886. La idea de estas instituciones era excelente. Su propósito tendía a acercar más efectivamente los prestamistas de capital a los necesitados terratenientes; y al dirigir los capitales nacionales y extranjeros hacia la tierra, a desenvolver los recursos agrícolas del país. Antes del establecimiento de los Bancos, los préstamos hipotecarios eran poco frecuentes, debido a la poca garantía que la tierra (en su valor, títulos de dominio, etc.) representaba al capitalista —muchas veces ausente en el extranjero—; al corto plazo y a los pesados intereses de los préstamos para el terrateniente, y a otras dificultades.

Los Bancos hipotecarios estaban destinados a remediar la situación, al hacer las operaciones más seguras y más atractivas para las dos partes: para el terrateniente, al ofrecerle préstamos a largo plazo, de graduales amortizaciones y a tasas de interés más bajas que las que aceptarían el banquero o capitalista ordinarios; al prestamista, al substituir la garantía individual por la garantía del Banco y del gobierno. El solicitante de un préstamo, si éste se concedía por el Banco, recibía cédulas hipotecarias al portador; facilidad de trasmisión, que junto con la seguridad de su carácter, las convirtieron en títulos atractivos para el capitalista.

La estabilidad de los Bancos estaba asegurada por varias disposiciones de sus leyes respectivas. Las principales, respecto



al Banco Hipotecario Nacional, consistían en la garantía de la Nación de los servicios de interés y amortización de las cédulas emitidas, en la limitación del monto de las cédulas a emitirse, en la designación del directorio del Banco y en otras medidas de menor importancia. Para asegurar al Banco de las posibles pérdidas por la baja de los valores de las tierras, se disponía que el préstamo no debería exceder de $ 250.000. En caso de incumplimiento por el deudor de sus obligaciones, el Banco podría rematar la propiedad afectada. El Banco Hipotecario de la Provincia de Buenos Aires estaba regido por disposiciones similares, salvo que estaba controlado por la provincia y sus cédulas tenían carácter provincial y no nacional.

Bien administrados, estos Bancos hubiesen podido rendir todo lo que de ellos se había esperado. El mecanismo de sus operaciones, sin embargo, era complejo y delicado y no bien adaptado a los azorosos tiempos de Juárez. Como no tenían capital, si los servicios de sus clientes se atrasaban, a su vez no podían pagar los intereses al capitalista. Era, pues, el interés de los Bancos, evitar esta posibilidad, examinando cuidadosamente el carácter de cada operación. Todo dependía de la correcta y honesta valuación de las tierras; y especialmente en este particular que los Bancos ocurrieron en más abusos. Cuando el Banco Hipotecario Nacional se inauguró, en 1886, la circulación de papel ya estaba depreciada y los precios, por consiguiente, se habían inflado. La especulación en tierras también había comenzado, y cuando los valores inmobiliarios hubieron subido artificialmente, el límite del 50 o|o del valor tasado que fijaba la ley, se volvió insuficiente para el objeto que perseguía. Por otra parte, los Bancos, una vez en marcha la inflación, eran partidarios de su continuación, pues una baja de valores les hubiera afectado seriamente. El gobierno tenía el control de los Bancos, medida necesaria en tiempos normales, pero que bajo el gobierno de Juárez perseguía otros fines. Estos establecimientos estaban dominados por camarillas políticas y no les era difícil conseguir préstamos a los afiliados

al partido gobernante. "Los pantanos y las salitreras tenían tanta suerte como una granja floreciente, con tal que sus propietarios respondiesen al gobierno."

Numerosas historias se relatan sobre los escandalosos procederes de los Bancos hipotecarios. Se ha dicho que tasaban las propiedades en tres o cuatro veces más que su valor real. Hay que tomar estas historias con cierta prevención, pues aquellos años fueron de considerable exaltación en las pasiones. Sin embargo, desde que proceden de tan variadas y respetables fuentes, deben guardar un gran fondo de verdad.

Las cédulas eran títulos a papel y de interés pagable a papel, pero los europeos las pagaban a oro, metal que necesitaba el gobierno para arreglar sus finanzas, y cuya importación era el único medio — aparte de la quema de billetes—, que podía detener el crecimiento del premio. Para el europeo, las cédulas se presentaban bajo un aspecto diferente; si bien el interés se pagaba a papel, su tasa (7 o|o) era alta, y en los años anteriores a la fuerte depreciación del signo monetario, la inversión resultaba provechosa. Pero en los últimos años, cuando el pánico amenazaba, cuando se dudaba de la solvencia del gobierno, cuando el papel estaba notablemente depreciado, la situación cambia. Las cédulas bajan hasta treinta y tantos. El hecho que eran pagables a papel y transferibles libremente, convirtió en aleatorias las operaciones en cédulas, —siendo ésto la principal razón de la especulación en la Argentina y Europa— pues las cotizaciones subían y bajaban con cada fluctuación del premio del oro.

Finalmente, la ley de creación del Banco Hipotecario Nacional fijaba en $ 50.000.000 el límite de la emisión de cédulas, cantidad que podía sobrepasarse sólo por leyes especiales; pero esta previsión no constituía una salvaguardia en una administración que abusaba de las "leyes especiales". De hecho, no había ningún límite de emisión excepto el fijado por los



apetitos del público comprador de cédulas. La emisión en gran escala comienza en 1886; hasta entonces las operaciones hipotecarias habían sido moderadas. Aunque el Banco Hipotecario Provincial operaba desde 1872, sólo había emitido pesos 76.557.000 en cédulas, de las que $ 49.745.000, estaban en circulación en Diciembre 31 de 1885. En 1886, la circulación total alcanzaba a 79.000.000.

Por este tiempo la expansión inmobiliaria entra en pleno vigor y las prensas de los dos Bancos compiten en arrojar más títulos. Los entendidos están de acuerdo en que antes del 87 las cédulas llegaron a Europa sólo en pequeñas cantidades; pero a fines de este año ya circulaban en cualquier Bolsa europea de alguna importancia. Y este descubrimiento de un nuevo mercado explica la "explosión" de las cédulas en 1887. En Noviembre de 1886, comenzó sus operaciones el Banco Hipotecario Nacional, emitiendo la serie A, de $ 20.000.000 (7 o|o de interés, 1 o|o de amortización, y 1 o|o de comisión), que quedó exhausta en Junio de 1887. La fuerte demanda obligó al Banco a efectuar nuevas emisiones, de tal manera que al año de su fundación ya había agotado el límite legal. En ese año se efectuaron 3641 préstamos, de los cuales, 2042 en la capital federal, 649 en la rica provincia de trigo, Santa Fe, y el resto en varias provincias y territorios, y se establecieron 16 agencias en las provincias. En este período, sin embargo, parece que el Banco siguió una política conservadora; concedió en préstamo sólo el 44.84 o|o del valor de tasación de los inmuebles, y a pesar de la fuerte demanda, sostuvo que no se emitirían más cédulas más allá del límite legal.

Pero pronto cambió de tono. Las cédulas habían sido bien recibidas y la presión política de los especuladores partidarios del gobierno entró en juego para aumentar la emisión, ya que la demanda, por otra parte, continuaba. Es así que una ley de Agosto del 88 autorizó una nueva emisión de $ 60.000.00.

De este modo, el Banco aumentó sus emisiones; en tres años emitió 80 millones y medio de cédulas a papel, y cerca

de dieciocho millones de cédulas a oro, y en 1890, una emisión de $ 2.000.000, concluyó el nuevo límite de $ 110.000.000.

Por otra parte el Banco Hipotecario Provincial, no quedó en zaga. En cuatro años (1887-90) sus emisiones ascendieron a $ 275.000.000 en cifras redondas. En conjunto, las emisiones de los dos Bancos ascendían a $ 402.000.000 m|n.

La moderación del Banco nacional comparado con el provincial, se manifiesta en las cotizaciones de sus cédulas, que hasta Abril de 1891, se mantuvieron entre 80 y 90; mientras que el promedio general de las cotizaciones de las cédulas provinciales no pasa de 60 puntos en 1889-90. Después de la crisis, estas cédulas no subieron arriba de 44.

El cuadro siguiente da el total de las emisiones anuales de cédulas, el monto realizado y los pagos anuales de intereses y amortizaciones efectuados por los Bancos.

EMISION Y SERVICIOS ANUALES DE LAS CEDULAS, 1887-90

(Miles de pesos papel)

| Años | Valor nominal | Valor realizado | Amortizaciones |
|---|---|---|---|
| 1887 ..... | $ 94.679 | $ 82.211 | $ 8.239 |
| 1888 ..... | „ 93.618 | „ 92.951 | „ 15.616 |
| 1889 ..... | „ 153.894 | „ 116.681 | „ 23.167 |
| 1890 ..... | „ 59.987 | „ 38.699 | „ 35.033 |

No es posible afirmar con precisión la parte de estas emisiones que fué a Europa. Pero el hecho de que la explosión de cédulas coincidió con la aparición de éstas en los mercados europeos y que el principal motivo de los Bancos fué el atraer capitales extranjeros a un país que tenía pocos, indica que la mayor parte se colocó en el exterior.

Basándonos en las investigaciones hechas en 1900 por el estadígrafo A. B. Martínez y las del banquero E. Tornquist en 1904, podemos tomar la cifra de 90 o|o como la porción de las emisiones que se dirigió al exterior. El cuadro siguiente



da la cantidad de cédulas que partió anualmente para el exterior, y los intereses y amortizaciones pagados anualmente. Estas cifras expresan el monto real pagado por las mismas.

PRESTAMOS EXTRANJEROS EN CEDULAS Y SUS SERVICIOS ANUALES, 1887-90

(Miles de pesos oro) (1)

| Año | Monto realizado sobre las cédulas vendidas en el Exterior | Intereses y amortizaciones |
|---|---|---|
| 1887 ..... | $ 54.138 | $ 5.492 |
| 1888 ..... | „ 46.621 | „ 9.498 |
| 1889 ..... | „ 55.885 | „ 10.981 |
| 1890 ..... | „ 13.975 | „ 12.716 |

B.—Capitales extranjeros en ferrocarriles.

Los años de especulación en tierras, fueron también años en que la construcción de ferrocarriles alcanzó su máximo de intensidad. Ya expusimos sus causas: la atmósfera artificial de prosperidad causada por el ascenso de los precios, proveniente de la depreciación del billete, la extravagante política de la administración pública y la ansiedad de los capitalistas británicos de encontrar nuevas colocaciones para sus capitales. Virtualmente, todo el capital invertido en este renglón vino de Inglaterra.

Un cambio importante acaeció en la política ferroviaria. Bajo el gobierno de Roca se estimuló la construcción de ferrocarriles y el 45 o|o (en 1885) del capital total pertenecía a líneas estatales (nacionales y provinciales). En 1890 las líneas estatales sólo representaban el 10 o|o del capital total. En parte este hecho se debe atribuir a las dificultades financieras de las

(1) Para obtener cifras a oro, hemos convertido los valores de las cédulas a papel según el promedio del premio del oro en el año en que ocurrieron las emisiones.

provincias y en parte es una característica de la administración de Juárez. Los mensajes del 87 y 88 discurren sobre las ventajas de la propiedad privada sobre la propiedad estatal. Pero considerando este cambio en el conjunto de la política administrativa de Juárez, no puede dudarse de que el principal motivo fué el deseo de convertir las líneas en dinero efectivo.

Las cifras demuestran la gran expansión de los ferrocarriles. Desde 1881 hasta 1886 se construyeron 2500 millas. En los cinco años siguientes las nuevas líneas ascienden a 4150 millas, duplicando la extensión total.

El gobierno estimuló las construcciones garantizando un interés liberal sobre su costo. Estas garantías también fueron concedidas en los primeros tiempos, pero nunca en las magnas proporciones de los últimos. Las concesiones ferroviarias se otorgaron sin consideración a las necesidades presentes y futuras del país, frecuentemente con propósitos "políticos" y a menudo destruyendo otras concesiones previamente otorgadas. Quizás pudiera decirse que la inflación general no permitió ver al gobierno las serias responsabilidades en que incurría al conceder subsidios a líneas de dudoso beneficio, mientras la ansiedad de los capitalistas británicos de absorber los títulos argentinos de cualquier clase, fué un fuerte incentivo para los promotores en la obtención de concesiones garantidas. Estas concesiones alcanzaron a 15.443 kilómetros, con un costo máximo de $ 309.167.072, y una garantía anual de $ 21.260.175 oro.

Felizmente, la mayor parte de estas líneas no fué construída. De lo contrario la situación del gobierno en 1891 frente a sus obligaciones con el extranjero, hubiese sido doblemente peor.

En el mensaje del 88 se decía que agregando el producto de la renta de los ferrocarriles al oro recibido de los Bancos en pago de los títulos de garantía de sus emisiones, "las obligaciones externas de la república podrían ser extinguidas en ocho años". Este argumento —obviamente una mera excusa



para disponer de los ferrocarriles—, se vuelve doblemente interesante a la luz de lo que ocurrió con la deuda pública en los ocho años mencionados.

Las garantías causaron querellas entre el gobierno y las empresas ferroviarias; éstas sostenían (a menudo con razón) que las líneas se basaban simplemente en la garantía. Algunos ferrocarriles no fueron construídos más que para obtener el 6 o|o prometido. También se originaron cuestiones debido a que así que algunos ferrocarriles prosperaban no devolvían al gobierno los beneficios que excedían al interés garantido—en compensación a las garantías pagadas anteriormente—, como obligaba la ley.

Las inversiones de capitales extranjeros en este período fueron extraordinarias. Según el *Economist*, el capital total invertido en líneas privadas en 1885 fué de $ 76.500.000 oro. En 1892, según el Ministro Hansen, el capital total fué de pesos 312.500.000. El aumento fué, pues, de $ 236.000.000, y cerca de tres quintos de esta suma corresponde a 1888 y 1889, años en que la expansión alcanzó a su máximo.

Es difícil, debido a las deficiencias de las estadísticas, determinar precisamente el monto del capital en esta industria, distinguir el capital declarado del invertido y asignar a cada año la cantidad correspondiente. Damos cifras provenientes de la comparación de varias fuentes y hacemos notar que los pequeños errores son de poca influencia respecto a los fines que perseguimos.

INVERSIONES EXTRANJERAS EN FERROCARRILES ARGENTINOS, 1885-91

(Miles de pesos oro)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1885 ..... | $ 11.543 | 1889 ..... | $ 51.897 |
| 1886 ..... | „ 15.993 | 1890 ..... | „ 20.000 |
| 1887 ..... | „ 37.812 | 1891 ..... | „ 5.736 |
| 1888 ..... | „ 89.419 | | |

C.—Otros capitales privados.

El monto del capital invertido en otros rubros que en los de cédulas, ferrocarriles y empréstitos públicos es mucho más difícil de estimar. Nuestras cifras provienen de comparaciones entre varias fuentes respetables. Esta falta de datos precisos, sin embargo, no es tan importante ya que la corriente de estas inversiones fué mucho menor que las tres corrientes anteriores.

La investigación de Mulhall en 1878 apreciaba en pesos 21.000.00 oro las inversiones varias. El *Economist* estimaba estas inversiones, excluyendo a los Bancos, en $ 27.000.000 a fines de 1885, y el capital de los Bancos extranjeros en pesos 15.000.000. Adoptando la práctica seguida por los banqueros Tornquist y Cía. en su inventario de 1904, podemos considerar existente en la Argentina, la mitad del capital de los Bancos extranjeros. Por lo tanto, el capital total en 1885 fué de $ 34.500.000. En 1892 Domingo Lamas estimaba en pesos 85.000.000, excluyendo los bancos extranjeros, la suma del capital invertido en el rubro que consideramos.

De estas apreciaciones se puede concluir que las inversiones varias eran relativamente pequeñas, no más que pesos 60.000.000, en el período de fuerte expansión que estudiamos. Las inversiones varias comprendían Bancos, tranvías, gas, compañías de tierras y colonias y principalmente sociedades hipotecarias. La única omisión importante es la de las estancias; no encontramos datos sobre este rubro, pero desde que los propietarios residían en su mayor parte en el país, los capitales invertidos no constituían un ítem de mayor importancia en el cómputo del balance de pagos externos.

D.—Total de préstamos privados anuales.

Sumando las inversiones en cédulas colocadas en el exterior, en ferrocarriles y otros rubros menores, encontramos el total de los "préstamos privados" anuales y sus respectivos intereses.



INVERSIONES ANUALES DE CAPITALES EXTRANJEROS EN EMPRESAS PRIVADAS, 1885 - 1891

(Miles de pesos oro)

| Año | Capital | Intereses |
|---|---|---|
| 1885 . . . . . | $ 13.543 | $ 5.563 |
| 1886 . . . . . | „ 25.993 | „ 6.863 |
| 1887 . . . . . | „ 106.950 | „ 14.996 |
| 1888 . . . . . | „ 156.040 | „ 24.473 |
| 1889 . . . . . | „ 122.805 | „ 29.300 |
| 1890 . . . . . | „ 33.975 | „ 32.035 |
| 1891 . . . . . | „ 5.736 | „ 23.486 |

II. — Préstamos Públicos en el Exterior 1886-90.

A.—Empréstitos nacionales externos.

Como dijimos en el capítulo IV, el aumento en la deuda pública nacional, provincial y municipal, en el período 1888-85 fué de cerca de $ 101.000.000. En los cinco años siguientes la deuda pública se duplicó. Solo el gobierno nacional tomó 114.000.000 $ en empréstitos extranjeros, de los cuales el mayor fué el de Obras Públicas (5 %) por $ 42.000.000 para la construcción del puerto del Riachuelo y las Obras Sanitarias de la capital (1885 y 1886). Le seguían el empréstito para la prolongación de la F. C. C. N. (1887 y 1888), por $ 14.112.000 oro; el empréstito alemán (1887, por $ oro 10.291.000), emitido para el pago de la deuda del gobierno al Banco Nacional, el empréstito "interno" a oro, al 4 1|2 o|o, por 19.868.500, emitido en Londres y en el continente europeo, en 1888, y finalmente el empréstito de Aguas Corrientes y Drenaje de Buenos Aires, por $ 25.000.000 oro, que precipitó el pánico y obligó a la casa Baring a cerrar sus puertas en Noviembre de 1890.

El cuadro siguiente indica las emisiones anuales de la

deuda pública externa, y los pagos efectuados por el gobierno nacional.

Al servicio anual de la deuda externa se agregó el 90 % de los intereses de la deuda interna y los desembolsos anuales en concepto de garantías ferroviarias.

BALANCE DE PRESTAMOS DEL GOBIERNO NACIONAL, 1886-90

(MILES DE PESOS ORO)

| Año | Préstamos | | Intereses y amortizaciones | | | | Saldo (Col. 2-6) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Valor nominal | Valor realizado | Deuda externa | Deuda interna | Garantías ferroviarias | Total | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | |
| 1886..... | $ 20.160 | $ 16.128 | $ 9.524 | $ 2.634 | $ 384 | $ 12.542 | + 3.586 |
| 1887..... | » 38.465 | » 33.744 | » 10.403 | » 2.678 | » 840 | » 13.921 | + 19.823 |
| 1888..... | » 34.787 | » 31.750 | » 10.321 | » 1.604 | » 838 | » 12.763 | + 18.987 |
| 1889..... | » 13.246 | » 13.067 | » 11.677 | » 1.162 | » 3.738 | » 16.577 | — 3.510 |
| 1890..... | — | — | » 11.287 | » 110 | » 2.919 | » 14.316 | — 14.316 |

Debe notarse que los servicios de intereses de la deuda interna (col. 4) disminuían rápidamente. No hubo empréstitos internos durante el período, salvo el empréstito a oro al 4 ½ % de los Bancos garantidos. El cuadro indica además, que los servicios de la deuda externa (col. 3 no aumentaron en la medida que era de esperarse — en vista de las grandes emisiones anuales de nuevas deudas (cols. 1 y 2) — debido a que una serie de empréstitos de conversión en 1887-89 redujo considerablemente los servicios de las deudas anteriores. Sin embargo, a causa de los crecientes desembolsos de garantías de intereses ferroviarios (col. 5), el peso total de los pagos externos (col. 6) indica un sensible aumento durante el período. La última columna del cuadro, el "saldo", presenta claramente la situación del gobierno. Indica que, a causa de los pesados empréstitos, el gobierno estuvo, hasta 1889, recibiendo del exterior más de lo que pagaba; de este modo, podía hacer frente a



los intereses sobre los antiguos empréstitos con el producto de los nuevos. Pero en 1889 la situación se invierte: los intereses sobrepasan los nuevos empréstitos. Esta inversión explica muy bien la ansiedad del gobierno de efectuar nuevos empréstitos, y confirma nuestro punto de vista de que el propósito real oculto tras los complicados proyectos de nueva legislación monetaria, era el de mantener la corriente de préstamos extranjeros. Así en 1890, sin el recurso de los prestamistas europeos, la carga de la deuda externa cae sobre el gobierno, obligándole a confesar su insolvencia.

La mención de otras dos circunstancias, no indicadas en el cuadro, es necesaria para completar la comprensión de las dificultades del gobierno. Para adquirir los títulos del empréstito interno a oro (ley de Bancos garantidos, de 1887), las provincias tomaron en préstamo grandes sumas en el exterior, aunque en muchas ocasiones adquirieron los títulos prometiendo pagar en oro, y no por entrega inmediata. El gobierno nacional emitió $ 196.882.886 (oro) de estos títulos, cuya cancelación fué uno de los difíciles problemas de la década siguiente; en 1890, el servicio de interés y amortización de estos títulos era de $ 4.060.000 (oro), y como las provincias habíanse comprometido a su vez en el exterior, les era esencial el pronto pago de estos servicios por el gobierno nacional, ya que de lo contrario, se encontrarían en la insolvencia respecto a los tenedores extranjeros.

Todo el edificio del crédito público descansaba, pues, en la capacidad del gobierno nacional para cumplir sus obligaciones internas y externas, capacidad que dependía a su vez de la continuación de las corrientes de préstamos al nivel de 1887 y 1888. Es así que cuando la corriente bajó en 1889 y cesó en 1890, la Nación y las provincias se encontraron en bancarrota.

La otra circunstancia desfavorable para el gobierno, consistía en el recaudo de sus rentas en papel moneda. Así, en los

tiempos de severa depreciación del papel, los recursos no cubrían los gastos, pues algunas rentas públicas eran más o menos fijas en carácter. Las tasaciones para la contribución territorial no podían ser revisadas de semana en semana, ni las valuaciones de las importaciones — en que se basaban los derechos, y que ni aún hoy son exactas — reflejaban los continuos cambios de precio que ocurrían en cortos espacios de tiempo, mucho menos en períodos tan instables como el de 1889-1891, en que el premio del oro subió de 55, en Marzo de 1889, a 304, en Octubre del 91, experimentando violentas fluctuaciones. Los grandes gastos públicos de este período se debieron en parte a la extravagancia y en parte fueron la consecuencia inevitable del creciente premio del oro.

Aún nacieron otras dificultades para el gobierno, de esta combinación de grandes préstamos y de circulación depreciada. Los préstamos del 86, 87 y 88 al aumentar la oferta de cambios tendían a mantener su tipo. Y esta parece ser la razón por la que el premio permaneció bajo durante esos años, a pesar de las grandes emisiones de billetes sobre una circulación ya redundante. El gobierno, naturalmente, deseaba la continuación de esta situación, fomentando la corriente de préstamos, pues no sólo le suministraría recursos para pagar los servicios externos, sino que el mantener el tipo de los cambios y el valor del papel, le capacitaría para hacer sus compras de oro en términos más favorables.

Así es que cuando los préstamos cesaron, decreció la oferta de cambios, y no habiendo disminución en la demanda—representada por los pagos de intereses a los capitales extranjeros, importaciones, etc. — sino al contrario, un continuo aumento debido al creciente volumen de los pagos de intereses, el cambio bajó. Esta situación se empeoraba por la acción de los especuladores, que teniendo en sus manos el oro que el gobierno necesitaba para la compra de cambios, podían subir los precios temporariamente tanto como deseaban. Los pagos de intereses sobre la deuda externa nacional de 1889 y 1890 costaron al



gobierno $ 4.902.000 y $ 3.658.000 oro, respectivamente, a causa de las "diferencias de cambios".

Es conveniente, en este lugar, señalar de nuevo que la condición de bancarrota del gobierno no se debió simplemente a su mala administración y extravagancia, — que indudablemente existieron así en las empresas privadas como en las públicas. Muchas de las dificultades del gobierno, sin embargo, eran inherentes a la situación, a la combinación de los préstamos y del papel depreciado. Una vez que estas fuerzas comenzaron a interactuar, es difícil decir cómo se hubiese evitado la bancarrota nacional del 90 y 91, si se recuerda que la Argentina era un país joven y sin capitales propios, sin recurrir a arreglos especiales, como se hicieron más tarde, destinados a disminuir el peso de la deuda externa.

Esta descripción ilustra la naturaleza de la interrelación entre los préstamos externos y la depreciación del billete, y las dificultades del gobierno. Pero lo que más nos interesa es el estudio de esta interrelación en el más amplio campo de la vida económica del país. Para ello seguiremos el resumen de los préstamos.

### B.—Empréstitos externos provinciales y municipales.

Los empréstitos provinciales eran apenas menores que los nacionales. Desde 1886 a 1889 inclusive, las provincias emitieron empréstitos externos por $ 99.759.000 de valor nominal, que produjeron $ 86.801.000 oro. Al principio de la década, el propósito principal de los empréstitos consistió en la construcción de ferrocarriles y otras obras públicas. Pero en la segunda mitad, la principal causa radicaba en la necesidad de fondos para adquirir los títulos internos a oro, de acuerdo a la ley de los Bancos garantidos. Estos empréstitos, 11 en número, alcanzaron a $ 50.975.000 (valor realizado de pesos 44.556.000). De ellos un total de $ 47.243.000 se emitió en 1888.

Los empréstitos municipales, — los más importantes de

los cuales fueron dos de la ciudad de Buenos Aires para obras públicas, — ascendían a $ 34.860.000 oro de valor nominal, y a $ 29.238.000 de valor realizado.

C.—Total de empréstitos públicos externos.

El siguiente cuadro nos da el:

TOTAL DE EMPRESTITOS PUBLICOS EXTERNOS
1886 - 90

(Miles de pesos oro)

| | Valor nominal | Valor realizado |
|---|---|---|
| Nacionales . . . . . | $ 125.420 | $ 106.109 |
| Provinciales. . . . . | „ 99.759 | „ 86.801 |
| Municipales . . . . . | „ 34.860 | „ 29.238 |
| Total . . . | $ 260.039 | $ 222.148 |

El efecto de estas desenfrenadas emisiones de empréstitos fué duplicar las obligaciones externas de la república. El análisis más prolijo de la deuda pública durante el período fué efectuado por el señor Emilio Hansen, Ministro de Hacienda. Es el siguiente.

Estado de la deuda pública, según el ministro Hansen
deuda externa, diciembre 31, 1891

(Miles de pesos oro)

| | | |
|---|---|---|
| 1.—Nacional ..... | | $ 204.960 |
| 2.—Provincial ..... | | „ 143.325 |
| 3.—Municipal ..... | | „ 24.590 |
| 4.—Intereses atrasados ..... | | „ |
| 1 Provinciales ..... | $ 9.595 | |
| 2 Municipales ..... | „ 697 | „ 10.292 |
| Total ..... | | $ 383.173 |
| 5.—90 % de la Deuda Interna a papel (escrita a oro) ..... | | $ 11.925 |
| 6.—Garantías Ferroviarias ..... | | „ 81.800 |
| Total de las obligaciones Públicas Externas ..... | | $ 476.895 |



III. — Saldo o Balance de Préstamos

Ahora podemos formar el cuadro de los empréstitos públicos externos y de sus servicios anuales de intereses, y deducir los saldos.

SALDO ANUAL DE LOS PRESTAMOS PUBLICOS EXTERNOS
1886 - 90

(Miles de pesos oro)

| Año | Préstamos | | | | Servicios de intereses | | | | Saldo |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 Nacionales | 2 Provinciales | 3 Municipales | 4 Total | 5 Nacionales | 6 Provinciales | 7 Municipales | 8 Total | 9 (Col. 4-8) |
| 1886.. | $ 16.128 | $ 25.459 | — | $ 41.587 | » 12.542 | $ 7.159 | $ 200 | $ 19.501 | + $ 21.686 |
| 1887.. | » 33.744 | » 10.912 | $ 1.892 | » 46.587 | » 13.921 | » 8.043 | » 345 | » 22.309 | + » 24.239 |
| 1888.. | » 31.750 | » 48.810 | » 11.200 | » 91.760 | » 12.763 | » 11.610 | » 677 | » 25.050 | + » 66.710 |
| 1889.. | » 13.067 | » 1.620 | » 16.146 | » 30.833 | » 16.577 | » 11.733 | » 2.792 | » 30.502 | + » 331 |
| 1890.. | — | — | — | — | » 14.310 | » 11.733 | » 2.157 | » 28.206 | — » 28.206 |

Debe notarse que los préstamos totales (col. 4) experimentan un aumento en 1888, alcanzando a $ 92.000.000. En 1889 disminuyen fuertemente y en 1890, cesan. Mientras tanto, como se ve en la columna 8, los servicios de intereses se acentúan rápidamente. La columna 9 muestra el "saldo" de los préstamos públicos extranjeros, que indica que hasta 1888 los nuevos préstamos exceden anualmente los servicios de intereses en amplio margen, pero que en 1889 este margen se reduce casi a nada, y en 1890, con la cesación de los préstamos, todo el peso de la deuda externa cae sobre los gobiernos, resultando que en 1891 éstos no pudieron responder a sus obligaciones.

Combinando los totales de los préstamos privados dados en el cuadro de la pág. 53, con los que acabamos de dar sobre los empréstitos públicos, obtenemos el saldo general de los préstamos para este período.

SALDO DE PRESTAMOS EXTERNOS, PUBLICOS Y PRIVADOS, 1886 - 91

(Miles de pesos oro)

| Año | Préstamos | | | Servicios de intereses | | | Saldo |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 Públicos | 2 Privados | 3 Tota | 4 Públicos | 5 Privados | 6 Total | 7 (Col. 3-6) |
| 1886..... | $ 41.587 | $ 25.993 | $ 67.580 | $ 19.901 | $ 6.863 | $ 26.764 | + $ 40.816 |
| 1887..... | » 46.548 | » 108.905 | « 153.498 | » 22.309 | » 14.996 | » 37.305 | + » 116.193 |
| 1888..... | » 91.760 | » 156.040 | » 247.796 | » 25.050 | » 24.473 | » 49.523 | + » 198.273 |
| 1889..... | » 30.833 | » 122.805 | » 153.612 | » 30.502 | » 29.300 | » 59.802 | + » 93.810 |
| 1890..... | » 11.420 | » 33.975 | » 45.395 | » 28.203 | » 32.025 | » 60.241 | — » 14.846 |
| 1891..... | » 2.506 | » 5.736 | » 8.242 | » 8.089 | » 23.486 | » 31.575 | — » 23.333 |

## Capítulo VII

### La interrelación entre los Préstamos y el Papel moneda

En 1890, la situación crítica de 1884 - 1885 se repitió con mayor intensidad. La primera crisis tuvo origen en los préstamos liberales, que al producir más tarde un Balance de Pagos desfavorable, hicieron subir el cambio hasta el punto de exportación, y presionaron enérgicamente sobre las reservas de los bancos. Entonces, la depreciación del papel moneda se produjo, no por las emisiones excesivas, que no existieron, sino por el estado adverso del Balance de Pagos. En 1890, la situación se presenta con carácter más serio ya que al Balance desfavorable se agregan las desenfrenadas y redundantes emisiones y la especulación en oro y en tierras. La crisis fué más profunda y la depreciación subsiguiente, más larga.

Antes de estudiar el pánico, haremos notar el extraordinario volumen de los préstamos. En los cinco años, 1886-90, la Argentina tomó prestado 668.000.000 $ oro. El total de su pasivo, — incluyendo los préstamos públicos y el capital extranjero en empresas privadas — alcanzaba en 1892 a $ oro



922.545.000. Cerca del 85 % de este capital fué tomado en la década 1880 - 90 y alrededor del 70 % en los cinco años 1885-90.

Tales préstamos hubiesen bastado aún sin las emisiones excesivas, para reproducir la situación del 84 - 85. Ellos fueron el factor predominante y puede afirmarse que la depreciación del papel, no se debió tanto *al colapso de los préstamos como a las emisiones redundantes.*

El efecto de los préstamos sobre la circulación se apreciará mejor observando el siguiente cuadro sobre el

BALANCE ANUAL DE PAGOS, 1886 - 91

(Miles de pesos oro)

| Años | Créditos | | | Débitos | | | Saldo |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 Exportaciones | 2 Préstamos | 3 Total | 4 Importaciones | 5 Intereses | 6 Total | 7 (Cols. 3-6) |
| | $ oro | $ oro | $ oro | $ oro | $ oro | $ oro | $ oro |
| 1886..... | 69.835 | 67.580 | 137.415 | 95.409 | 26.764 | 122.173 | + 15.242 |
| 1887..... | 84.422 | 153.498 | 237.920 | 117.352 | 37.305 | 104.657 | + 83.263 |
| 1888..... | 100.112 | 247.796 | 347.908 | 128.412 | 49.503 | 177.935 | +169.973 |
| 1889..... | 90.145 | 153.612 | 243.757 | 164.570 | 59.802 | 224.372 | ± 19.385 |
| 1890..... | 100.819 | 45.395 | 146.214 | 142.241 | 60.241 | 202.482 | — 56.268 |
| 1891..... | 103.219 | 8.242 | 111.461 | 67.208 | 31.575 | 98.783 | + 12.678 |

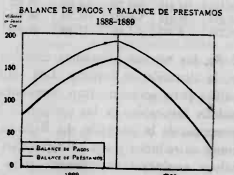
Hasta el 89, los nuevos préstamos exceden los servicios; pero en 1890, la situación se invierte. Los saldos comerciales son desfavorables pero se encuentran ampliamente compensados por los saldos favorables de los préstamos hasta 1890. En 1891, a consecuencia de la inversión del Balance de Préstamos, las importaciones se reducen y son sobrepasadas por las exportaciones. Análoga evolución experimenta todo el *Balance de Pagos*: hasta el 89, los créditos exceden a los Débitos, mas en el 90 los segundos exceden a los primeros y el saldo se torna negativo. De aquí se induce el papel predominante de los préstamos en Balance de Pagos.

En este Balance se han omitido las remesas de los inmigrantes y a los viajeros en el extranjero; pero estos items son

de poca importancia, comparados con los otros. Si los incluimos aceptando el cálculo de Pellegrini, — que los estimaba en $ 10.000.000 oro, — los Débitos aumentan, y los saldos se modifican en la misma cantidad. Su inclusión acentúa la situación causada por la disminución de los préstamos en 1889 y por su cesación en el 90 y aumenta el déficit de este último año.

Tampoco se incluyen los fletes pues no hay razón para ello, pues, el método de calcular los valores de las importaciones y exportaciones, y el hecho de que todos los transportes son extranjeros hacen que este item no sea "ni un crédito ni un débito ante nuestro país y el resto del mundo".

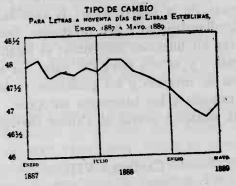
Observando el siguiente gráfico de las cotizaciones de la libra a noventa días, desde Enero de 1888 a Mayo 1889, se nota que los tipos son altos en 1888 y que en octubre del mismo año, experimentan un rápido ascenso que dura hasta abril de 1889. La baja ocurre en el período de las exportaciones, en que debido al crecimiento de la oferta de cambios se pudo haber esperado normalmante el alza de los tipos.




Es que este aumento de la oferta fué sobrepasado por el reflujo de la marea de los préstamos y por los crecientes servicios de interés. Comparando este gráfico con el que sigue sobre el Balance de Pagos y el de Préstamos, 1888-89, se concluye que el tipo alto de 1888 corresponde a un aumento de



los préstamos y que el subsiguiente tipo bajo se debe al descenso de la curva del balance de pagos, causado a su vez por la disminución de la corriente de aquéllos.




El resultado del movimiento de los cambios fué una gran importación de oro en 1888 (Importación - Exportación = + 36.075, saldo neto positivo) y una gran exportación en 1889 (Importación - Exportación = — 16.681, saldo negativo), pues hay que recordar que los cambios no estaban dislocados: no existían los "cambios a papel" sino los "cambios a oro" como en los países a régimen metálico.

Por lo contrario, las transacciones internas se efectuaban a papel, cuya circulación, junto con el premio del oro, el balance de pagos, y el saldo de importaciones y exportaciones se da en seguida:

| Años | Papel en circulación (Diciembre 31) | Balance de pagos | Saldo de importaciones y exportaciones de oro | Premio del oro |
|---|---|---|---|---|
| | (Miles de pesos papel) | (Miles de pesos oro) | (Miles de pesos oro) | % |
| 1884..... | 61.739 | — 13.856 | + 391 | Par |
| 1885..... | 74.820 | + 6.179 | — 2.137 | 37 |
| 1886..... | 89.198 | + 15.242 | + 12.378 | 39 |
| 1887..... | 94.071 | + 83.263 | — 128 | 35 |
| 1888..... | 129.505 | + 169.973 | + 36.075 | 48 |
| 1889..... | 163.648 | + 19.383 | — 16.681 | 91 |
| 1890..... | 245.101 | — 56.268 | + 1.867 | 151 |

Después de la crisis del 85 el premio continúa bajo hasta 1889, el balance de pagos es muy favorable y los movimientos del oro son, en general, a favor del país. A partir del 89, el premio sube rápidamente como consecuencia del juego de todos los factores de la depreciación: la cantidad de papel aumenta extraordinariamente; los préstamos decrecen y luego cesan, mientras los intereses aumentan; el balance de pagos se vuelve contrario; y el oro fluye del país. La especulación en tierras alcanza su máximo y los gobiernos se acercan a la insolvencia alarmando a los banqueros europeos

Tal es la situación previa el Pánico Baring.

## Capítulo VIII

## El período del Pánico Baring, 1890-95

### I. — El Pánico

Los desesperados esfuerzos de los gobiernos para mantener el premio del oro y la corriente de los préstamos, hicieron prever la proximidad del colapso del 90, causado por el desquicio financiero y monetario reinante.

En abril de 1890, el premio del oro alcanzaba a 209 % al mismo tiempo que la escasez de circulante se hacía sentir a pesar de la redundancia de los billetes, hecho paradójico explicable por el alza de los precios causada por la abundancia de papel.

A consecuencia de la escasez monetaria, las empresas creadas en el período de inflación comenzaron a liquidarse y el valor de la tierra bajó rápidamente. En junio el Banco Nacional anunció a la casa de banca Baring Brothers & Cº (1), Lon-

(1) Entre 1882 y 1890, esta casa había suscrito $ 101.090.800, oro de títulos argentinos. En 1890 se encontraba agobiada de títulos argentinos sin mercado, pues la frecuencia con que la Argentina recurría a los empréstitos, había alarmado al mundo prestamista.



dres, la suspensión del pago de los servicios de los empréstitos internos. En julio estalló la revolución, y caído Célman, subió Pellegrini, uno de los estadistas más capaces; llevaba un serio financista de Ministro, el Dr. Vicente López.

El país entró en las garras de la crisis. El Banco Hipotecario Nacional, la Municipalidad de Buenos Aires y el Banco Nacional cayeron violentamente en la bancarrota, y para salvarlos se emitió 60.000.000 de pesos en bonos de Tesorería.

Mientras tanto, el gobierno nacional trataba de negociar en Londres una moratoria de un año, bajo forma de un empréstito de £ 4.000.000, para hacer frente al servicio de la deuda interna, sin presionar aún más el mercado de cambios y producir mayores exportaciones de metálico. Pero tales gestiones fueron interrumpidas por la intimidación de la Casa Baring, que "iría a la liquidación", "a no ser que el gobierno argentino hiciera frente a sus vencimientos y le dispensase de la obligación de pagar las £ 1.460.000", que constituía la tercera cuota de un empréstito recientemente contratado. Estas noticias precipitaron el colapso. La casa Baring cerró sus puertas. Y el Gobierno argentino, así como las provincias y municipalidades, tuvieron que confesar su incapacidad para cumplir sus compromisos internos.

El déficit de la Nación en 1890, fué de $ 36.140.000 papel, y peor aún la situación de la Provincia de Buenos Aires a pesar de los nuevos impuestos creados y el recargo de los existentes, pues estas medidas no bastaron para colmar las deficiencias de los presupuestos.

En 1891, llegó su hora a los bancos oficiales, después del fracaso de los empréstitos emitidos para salvarlos: los dos bancos fueron declarados en liquidación el 7 de Abril. La investigación de sus operaciones demostró claramente la conducta irregular y dolosa que habían seguido (balances falsos, dividendos imaginarios, préstamos a "políticos" etc). El verano del 91, marcó el período culminante del pánico. De julio

4 a octubre 18, se declaró moratoria general. El premio del oro alcanzó a la inusitada cifra de 364 %.

El efecto de la crisis sobre los títulos y acciones puede resumirse como sigue:

| Fecha | Banco Nacional | Banco Constructor | Cataliñas Bolsa, etc. | Cédulas Provinciales | Precio del oro |
|---|---|---|---|---|---|
| 1889, Agosto..... | 347 | 150 | 265 | 74 | 175 |
| 1889, Octubre..... | 257 | 108 | 71 | 72 | 200 |
| 1890, Marzo ..... | 105 | 25 | 28 | 51 | 260 |
| 1890, Diciembre..... | 105 | 8 | 18 | 50 | 320 |
| 1891, Junio ..... .. ... | 30 | 4 | 9 | 40 | 400 |

TITULOS PUBLICOS Y ACCIONES FERROVIARIAS

| Fecha | Empréstito Público 1889 | Empréstito Público 1884 | F. C. Gran Sud | F. C. Rosario | F. C. Central Argentino |
|---|---|---|---|---|---|
| 1889, Marzo..... | 92 | 100 | 220 | 185 | 219 |
| 1891, Marzo..... | 53 | 54 | 153 | 120 | 79 |
| 1891, Julio..... | 33 | 31 | 129 | 74 | 47 |

## II. — Medidas Reconstructivas

El Pánico Baring fué el resultado inevitable de la política de pagar las viejas deudas creando otras nuevas; estalló, cuando la alarma de los banqueros extranjeros, no permitió proseguir este sistema de financiación.

Siendo el gobierno, el principal factor de la situación, de él debieron partir las primeras medidas de reconstrucción. La moratoria en el pago de los servicios de los empréstitos, fracasada en 1890 a causa de las dificultades de la casa Baring, se imponía de nuevo por dos razones, hasta que la producción nacional aumentase las exportaciones y volviese favorable el balance de pagos:

1º Por falta de recursos del gobierno; y 2.º por el efecto que el pago de los servicios tendría sobre los cambios y sobre



el premio del oro, (ya adversos los primeros y elevado el segundo) tanto más graves si se tiene en cuenta lo reducido del mercado — en que un ligero aumento de la demanda de cambios a oro, se manifestaba sensiblemente en los tipos y en el premio, — y las maniobras de los especuladores, que en la época de los pagos, lograban subir artificialmente el premio, tornando más costosa la operación para el gobierno. El comité de liquidadores o acreedores (*receivers*) de la casa Baring, estudió el asunto, concluyendo que:

1º En cuanto a las finanzas argentinas, el gobierno sería solvente si el oro estuviese a la par.

2º Las importaciones del país decrecían y las exportaciones aumentaban su vitalidad; lo que constituía un saludable síntoma.

3º Si la Argentina tuviese que comprar cambios sobre el exterior para pagar sus deudas, el premio del oro ascendería considerablemente haciendo más difícil aún la situación (Tal era la opinión del representante del gobierno argentino, Dr. V. de la Plaza).

4º Lo primordial consistía en el restablecimiento de la circulación sobre bases más sanas. (Opinión análoga a la del representante argentino).

Después de este análisis de la situación, el comité firmó con el gobierno argentino un arreglo en Enero de 1891, cuyas disposiciones principales fueron como sigue:

1º El gobierno Argentino quedaba dispensado de la necesidad de remitir fondos a Europa por espacio de tres años.

2º El comité concedía a la Argentina un empréstito de consolidación (*funding loan*) de £ 15.000.000, garantizado por las rentas aduaneras.

3º Desde Enero 1 de 1891, hasta Enero 1 de 1894, todos los pagos de servicios se harían en títulos de este empréstito; exceptuando los del empréstito de 5 % de 1886.

4º El gobierno no podría aumentar sus compromisos dentro de los tres años citados.

5º El gobierno cancelaría billetes en la cantidad mínima de 15.000.000 pesos anuales, por tres años, siempre que el premio pasase de 50 %.

El empréstito de consolidación cumplió sus propósitos inmediatos de descongestionar el mercado de los cambios al suprimir la fuerte demanda del gobierno. Pero tenía un defecto serio: sus autores estimaron en menos la gravedad de la crisis suponiendo que en tres años el gobierno se rehabilitaría y sería capaz de pagar la carga de sus obligaciones, aumentada por los servicios del nuevo empréstito. De ahí que antes de los tres años, el plan fuese abandonado y substituído por el "Arreglo Romero" (1) (1892) por el cual la Nación, sólo pagaría una parte de los intereses, suspendiendo el pago del resto, y tomaría ocho años más para volver a cargar por etapas sucesivas con toda la deuda. El "arreglo" resultó satisfactorio y los servicios completos de interés se reanudaron en Julio 12 del 97, un año antes que el estipulado.

## III. — La circulación y el Balance de Pagos

Examinada la situación, analizaremos la interrelación entre los préstamos y el papel moneda.

### A. *Papel Moneda* 1890-95

Al efectuar el plan de consolidación se creyó que dispensado el gobierno de la necesidad de hacer remesas al exterior, no sólo terminaría con los déficits sino que sería capaz de cancelar anualmente 15.000.000 de billetes. Pero el premio del oro siguió elevado y las recaudaciones aduaneras, — basadas principalmente en las importaciones, que se redujeron considerablemente en este período — denotaron un fuerte descenso. Por consiguiente, hubo un déficit casi igual al doble del superavit esperado para contraer la circulación, que contrariamente a lo previsto, sufrió mayor expansión.

(1) Nombre del Ministro de Hacienda, promotor del plan.



Debe recordarse que todos los bancos provinciales y el Nacional sucumbieron en el colapso y que con esta crisis terminó el régimen de los Bancos Garantidos. Los bancos privados entregaron billetes para rescatar sus títulos de garantía; el resto de los títulos fué tomado por la Caja de Conversión y quemado gradualmente.

En 1894, el Estado tomó formalmente a su cargo todos los billetes de banco; a la cantidad existente en el 90, se agregaron las emisiones francamente inconvertibles del mismo año y la emisión de 50.000.000 millones del "anticipo" de la Caja de Conversión al nuevo Banco de la Nación (1892), "anticipo" que una vez fracasada la subscripción de acciones del Banco se transformó de hecho en emisión inconvertible. En total, el aumento de papel entre 1890 y 1893 fué de 157 millones de pesos, que se reducen a 143 millones, deduciendo la cancelación de 14.000.000 efectuada en ese período. Así la circulación total de Diciembre de 1893 era de 306.743.000 pesos; y hasta 1899, sólo se contrajo en $ 15.000.000.

### B. *El Balance de Pagos Internacionales*, 1890-95

Respecto al Balance de Pagos, hay que notar, en este período dos hechos principales: 1) la cesación virtual de los préstamos y 2) la inversión del Balance Comercial de desfavorable a favorable.

El gobierno después del Pánico no tomó ningún préstamo nuevo, y si las cifras de la Deuda Externa denotan un salto de 204.529 a 389.009 miles de pesos entre 1891 y 1900, se debe a que la Nación se hizo cargo de deudas provinciales y rescindió las garantías ferroviarias por medio de emisiones de títulos. Por consiguiente, el déficit del balance de Préstamos fué considerable, y lo hubiese sido mayor, a no ser por la cesación del pago de gran parte de los servicios de títulos al extranjero.

Las importaciones bajaron fuertemente y las exportaciones aumentaron. El saldo se convirtió de desfavorable en favorable, inversión que explicaremos más adelante pues ahora seguiremos investigando la interelación.

El cuadro siguiente da el

BALANCE DE PAGOS DESDE 1890 a 1895

(MILES DE PESOS ORO)

| Fecha | Balance de Préstamos | Balance Comercial | Balance de Pagos |
|---|---|---|---|
| | 1 | 2 | 1—2 |
| 1890 | — $ 14.846 | — $ 41.422 | — $ 56.268 |
| 1891 | — „ 23.333 | + „ 36.011 | + „ 12.678 |
| 1892 | — „ 15.873 | + „ 21.889 | + „ 6.016 |
| 1893 | — „ 20.130 | — „ 2.133 | — „ 22.263 |
| 1894 | — „ 30.577 | + „ 8.889 | — „ 21.688 |
| 1895 | — „ 20.952 | + „ 24.971 | + „ 4.019 |

### C. *El Premio del Oro,* 1891-95

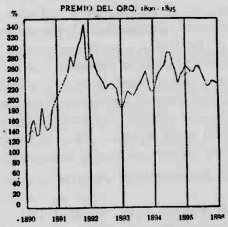
En el período 1888-91, la situación de los años 1884-85, se repite pero con carácter más grave, pues al balance de pagos adverso, se agregan las emisiones excesivas de papel moneda y la especulación. Estos tres factores intervienen juntos en la depreciación del billete; nuestra opinión, basada en el análisis es que la *principal* causa, consistió en la cesación de los préstamos, que trajo un déficit en el balance de pagos y la baja de los cambios, y produjo una gran demanda de oro para la exportación. Con esto no negamos la gran importancia que en la depreciación tuvieron las emisiones redundantes, sino que acentuamos la relación entre los préstamos y la depreciación; la cesación de aquellos trajo el colapso.

En 1891, la situación se complica. A pesar del balance de pagos ligeramente favorable, el premio del oro se mantiene elevado y esta discrepancia se explica por haber sido este año el peor de la crisis, año de confusión y de bancarrota. Pero a pesar de esta discrepancia de la relación entre el Balance



de Pagos y la depreciación, trataremos de estudiar en conjunto el carácter de la interrelación en este período sin perder de vista los otros factores que pudieron haber afectado el premio.

Nos valdremos de los promedios mensuales del premio según el gráfico que sigue:




En él se ve que el premio alcanza su punto más alto en 1891, y que luego declina hasta Diciembre de 1892; desde 1893 hasta mediados del 94, muestra un movimiento ascendente; y en 1895, aunque su dirección es errática, tiende a descender.

Es difícil la explicación de este zig-zag. En parte se debe al movimiento del comercio exterior; en la estación de las exportaciones, el aumento de la oferta de cambios tendía a subir los tipos y a bajar por consiguiente el premio; en la estación de calma, a bajarlos. Pero observando el gráfico, se ve que esta explicación no satisface completamente. Por otra parte, las circunstancias políticas muchas veces alteraron bruscamente el premio aunque no en su tendencia general. Tampoco carecía de influencia sobre el premio, en cortos períodos, la política de los bancos respecto a los descuentos; apreciaban o depreciaban el papel al hacer difícil o fácil su obtención. Además, la especulación en oro en un mercado pequeño como era el de Buenos Aires podía

afectar temporariamente el premio; y las perspectivas de buenas o malas cosechas también tenían su parte en las variaciones.

Pero la más poderosa de las fuerzas que ejercían una influencia temporaria sobre el premio consistía en las operanes de los sindicatos europeos que habían suscrito títulos (ahora depreciados) en el período de la inflación. La baja del premio les favorecía doblemente, 1) porque con ella aumentaba el valor de los títulos a papel que poseían; y 2) respecto a los títulos a oro, al crear la impresión que las condiciones de la Argentina mejoraban, beneficiaban su cotización. Para producir la baja. del premio mandaban frecuentes remesas de metálico al país, que ejercían una fuerte influencia *temporaria* sobre el valor del papel moneda. Mas, la acción de los sindicatos no tenía ni carácter ni efectos permanentes.

En cambio, observando el siguietne cuadro sobre el

BALANCE DE PAGOS Y EL PREMIO DEL ORO, 1890-95
(Miles de pesos oro)

| Fecha | Balance de pagos internacionales | Promedio anual | Dirección del premio | Papel moneda en circulación (31 Dic.) |
|---|---|---|---|---|
| | $ oro | % | | $ oro |
| 1890..... | — 56.268 | 151 | Ascenso | 245,100 |
| 1891..... | + 12.678 | 287 | Ascenso | 261,408 |
| 1892..... | + 6.016 | 232 | Descenso | 281,609 |
| 1893..... | — 22.263 | 224 | Ascenso | 306,743 |
| 1894..... | — 21.688 | 257 | Ascenso | 298.703 |
| 1895..... | + 4.019 | 244 | Descenso | 296.743 |

se ve que con excepción del año del Pánico, 1891, es notoria la concordancia entre el balance de pagos y los movimientos del premio. El premio baja cuando el balance se hace favorable y sube cuando se vuelve "desfavorable" Encontramos así, una explicación suficiente, y única, de la baja del premio en 1892 y del alza en 1893 y 1894.

Observando la última parte del cuadro, debe notarse que



después del 91, no hay ninguna armonía entre el papel en circulación y el premio del oro. Lo que prueba con suficiencia que existía otra fuerza, además de las emisiones redundantes, que producía las alteraciones del valor del billete, contrariamente a lo que sostienen con frecuencia los autores argentinos.

## Capítulo IX

### La solución del Problema del Papel Moneda

En los últimos años del siglo, se manifiesta un lento pero perceptible recobro de los efectos del pánico Baring. El comercio de exportación denota ya una creciente vitalidad, y aunque la cantidad de papel no disminuye, el premio del oro comienza a declinar, hasta que, en 1899, la ley de Conversión pone fin a las fluctuaciones. Estudiaremos la apreciación del papel moneda en esta época.

#### I. El balance de pagos internacionales, 1895-1900

El primer síntoma de restablecimiento del país lo constituye la reanudación de los préstamos; pero tales operaciones diferían doblemente de las anteriores a la crisis: 1) En cuanto a la procedencia, pues Alemania comienza a competir con Inglaterra en el suministro de capitales, y lo mismo, aunque con menor intensidad, hacen Francia y Bélgica; y 2) en cuanto a su destino; los nuevos capitales no se dirigen más a los títulos públicos, y muy poco a los ferrocarrilees, sino a las colocaciones que antes designábamos como "varias" (tranvías, empresas de luz, comercio e industria, etc.) y que ahora adquieren particular importancia. Según varias comparaciones, podemos estimar en $ 20.000.000 oro la cantidad de capitales extranjeros invertida anualmente en 1895-1900 en el rubro "varios".

Las dificultades con Chile al originar grandes gastos de armamentos, produjeron déficits en los presupuestos; y para lle-

narlos se recurrió a empréstitos internos por $ 86.000.000. Recordemos que alrededor del 90 % de estos empréstitos iba a parar al extranjero.

Con estos datos podemos formar el siguiente cuadro sobre el:

BALANCE DE PAGOS INTERNACIONALES, 1895 - 1900

(MILES DE PESOS ORO)

| Fecha | Balance de préstamos | | | Balance comercial | | | Balance de pagos (Col. 3-6) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 Préstamos | 2 Intereses | 3 Saldo (Col. 1-2) | 4 Exportación | 5 Importación | 6 Saldo (Col. 4-5 | |
| | $ oro | $ oro | $ oro | $ oro | $ oro | $ oro | $ oro |
| 1895..... | 17.197 | 38.149 | — 20.952 | 120.068 | 95.096 | + 24.971 | + 4.019 |
| 1896..... | 37.144 | 39.863 | — 2.719 | 116.802 | 112.164 | + 4.638 | + 1.919 |
| 1897..... | 38.295 | 43.985 | — 5.690 | 101.169 | 98.289 | + 2.880 | — 2.810 |
| 1898..... | 46.063 | 50.530 | — 4.467 | 133.829 | 107.429 | + 26.400 | + 21.934 |
| 1899..... | 24.966 | 54.698 | — 29.732 | 184.918 | 116.851 | + 68.067 | + 38.335 |
| 1900..... | 27.540 | 58.575 | — 31.033 | 154.600 | 113.485 | + 41.115 | + 9.082 |

El cuadro expresa:

1º Que a pesar de la renovación de los préstamos, su balance indica un déficit, causado por los crecientes pagos de intereses (Col. 3).

2º Que este déficit es más que compensado por el Balance Comercial favorable (Col. 6). La Argentina está haciendo frente a sus responsabilidades con la exportación de sus productos agropecuarios.

3º Que con una excepción en 1897, el Balance de Pagos se presenta favorable.

Aunque imperfecto, este Balance de Pagos, hay razones para afirmar que representa la situación con substancial exactitud. Salvo uno o dos lapsos de breve duración el cambio estuvo sobre la par, lo que significa que el activo del país sobrepasaba al pasivo en su balance. Lo mismo indican las siguientes cifras de los movimientos de oro:



EXCESO DE LAS IMPORTACIONES DE ORO SOBRE LAS EXPORTACIONES, 1895-900

(MILES DE PESOS ORO)

| | |
|---|---|
| 1895 ..... | $ 4.541 |
| 1896 ..... | „ 3.884 |
| 1897 ..... | „ 4.278 (1) |
| 1898 ..... | „ 5.728 |
| 1899 ..... | „ 1.744 |
| 1900 ..... | „ 6.653 |

Bajo circunstancias tan favorables, la baja del premio fué una consecuencia lógica.

En el siguiente cuadro sobre el:

BALANCE DE PAGOS, PREMIO DEL ORO Y PAPEL MONEDA EN CIRCULACION, 1894 - 1900

(MILES DE PESOS ORO)

| Fecha | Balance de Pagos | Premio del Oro | Papel Moneda en Circulación (Dic. 31) |
|---|---|---|---|
| 1894 | — 21.688 (oro) | 257 % | $ 298.703 |
| 1895 | + 4.019 „ | 244 „ | „ 296.743 |
| 1896 | + 1.919 „ | 196 „ | „ 295.166 |
| 1897 | — 2.810 „ | 191 „ | „ 292.704 |
| 1898 | + 21.934 „ | 158 „ | „ 292.047 |
| 1899 | + 38.335 „ | 125 „ | „ 291.342 |
| 1900 | + 9.082 „ | 131 „ | „ 295.166 |

se ve que la cantidad de papel se mantuvo casi estacionaria. Sin embargo, el premio bajó 127 puntos. Por otra parte, también en este período puede observarse que los movimientos del premio estaban de acuerdo con el Balance de Pagos Internacionales.

## II. — LA LEY DE CONVERSIÓN DE 1899

El punto más bajo que alcanzó el premio del oro fué de 125 %. Aún hubiere bajado más, hasta llegar a la par, si juzgáramos por los Balances de Pagos Internacionales favorables y los

(1) Exceso de Exportaciones sobre Importaciones.

consiguientes excedentes de las importaciones de oro sobre las exportaciones en la mayor parte de los años que arrancan de 1900. Pero la ley de Conversión formulada por el Ministro J. M. Rosa y sostenida por Pellegrini y Tornquist, puso fin a la valorización del billete, el estabilizar su valor en $ 0.44 oro. De acuerdo a esta equivalencia se podría obtener en la Caja de Conversión papel por oro y oro por papel; para esto último la ley disponía la acumulación de una reserva metálica suficiente.

La intención de Rosa fué terminar con las continuas oscilaciones del premio del oro, tan perjudicales al comercio como propicias a la especulación. Fuertes controversias levantó este plan.

Se recordaba que el plan de 1867 fracasó por la violación de las reservas por el gobierno y se afirmaba que lo mismo sucedería con el nuevo plan. Sosteníase que éste implicaba la bancarrota del gobierno, al reducir su deuda hacia los tenedores de billetes en un 25 %. Esta crítica era irrefutable; sin embargo, los tenedores presentes de billetes, no eran los originales, desde que los billetes pasaron de mano en mano. La Conversión al tipo de mercado no representaba, pues, pérdidas para ninguna persona determinada. Se objetaba que el plan de Conversión era artificial y violatorio de las "leyes económicas": sólo por el aumento de la riqueza nacional mediante el comercio exterior y de la población, por el proceso natural de "crecer hasta alcanzar la circulación" podría obtenerse una circulación sana. Rosa no desconocía la importancia de la producción nacional sobre la reducción del premio; su plan, precisamente, nacía de las perturbaciones que traía consigo la baja del premio a causa de los saldos favorables del comercio exterior; el papel había estado depreciado por mucho tiempo y entre 1890 y 1899, el premio medio había sido de 235 %; los precios de los bienes y servicios — y de hecho toda la vida económica del país — se habían amoldado a la situación del premio alto. Y este papel tan depreciado, que súbitamente comenzaba a valorizarse, causaba general perturbación. De ahí la razón del plan.



En el fondo de la controversia se agitaban los intereses opuestos de los exportadores e importadores. Los exportadores pagaban sus costos en papel y vendían sus productos en oro en el extranjero y como los salarios eran menos sensibles a las fluctuaciones del premio que los precios de los productos, cuando aquel subía, los exportadores obtenían un nuevo margen de beneficios. Opuesta era la situación de los importadores. Si el premio subía, el pago de sus compras en el exterior se hacía oneroso y si bajaba, se tornaba más fácil. En la misma situación se encontraban las empresas industriales que tenían que remitir sus dividendos al extranjero.

Así se explicaba la virulencia de la controversia. La ley, sin embargo, fué aprobada terminando así la instabilidad de las transacciones y la especulación.

En conclusión, debemos señalar que la fuerza prominente que aseguró el éxito de esta ley, fué la sucesión de los Balances de Pagos favorables al país. El aumento de la reserva metálica depende de esta circunstancia y el mantenimiento del sistema de conversión descansa a su vez en el de la reserva.

Es aún concebible que una serie de Balances desfavorables prolongados sobre un período tan largo como el de los Balances favorables de los últimos veinte años, al drenar las reservas metálicas, vuelva a traer el problema del papel. Y entonces ¿continuaría siendo inviolable el oro de la Caja?

## Capítulo X

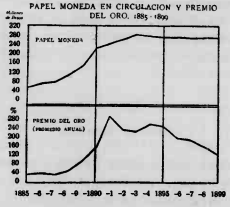
### Revista General

Hemos considerado la época de papel inconvertible, desde la suspensión de los pagos metálicos, en 1885, a la ley de Conversión en 1899, dividiéndola en tres períodos de alrededor de cinco años cada uno. El primero (1885 - 90) fué el período de la expansión, de los grandes préstamos, de las emisiones exce-

sivas, de la especulación extravagante en tierras y en oro. El segundo (1890-95) fué el período del Pánico Baring, de la cesación de los préstamos, del colapso del sistema de los Bancos Nacionales, de "la bancarrota temporaria del gobierno federal y de las provincias. Y finalmente, el período (1895-99), de lento restablecimiento de la crisis — en que los préstamos recomienzan en escala moderada y el comercio de exportación ofrece signos de extraordinario desenvolvimiento, y en que se resuelve la situación de instabilidad de la circulación por la Ley de Conversión.

En cada período, hemos encarado principalmente un problema: la relación entre el Balance de Pagos Internacionales y el valor del papel moneda inconvertible. Es conveniente ahora, hacer una revista general del período completo, teniendo en cuenta la idea central de los capítulos precedentes. Esta revista puede hacerse con provecho en forma de diagrama.

El Gráfico siguiente compara la cantidad anual de moneda en circulación con los promedios anuales del premio del oro. Indica a simple vista hasta qué punto los cambios en el valor del papel moneda (denotados por el movimiento del premio del



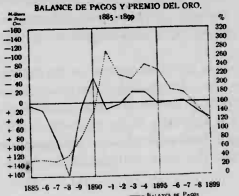

oro) se deben a las variaciones de su cantidad. No se ha tratado de construir las curvas en la misma escala (que por otra parte apenas sería posible) porque sólo nos interesa su dirección y no sus cambios relativos.



Entre 1885 y 1887, el papel moneda aumenta en 20.000.000 de pesos; el premio permanece casi estacionario (bajando de 37 % a 35 % en 1887); comienza entonces la gran expansión de la circulación con la Ley de los Bancos Garantidos en 1887. Al ascenso de la curva del papel moneda hasta 1891, sigue paralelamente el alza del premio. Desde este punto, la correspondencia entre las dos curvas, cesa. El papel moneda continúa aumentando hasta 1893; pero el premio baja bruscamente después de 1891. En 1894, hay una ligera contracción en la cantidad de papel, pero el premio del oro sube hasta un promedio solo superado por el de 1891. Después de 1894, la cantidad de papel permanece estacionaria, mas el premio del oro baja rápidamente hasta 1899.

Hay pues sólo un período, el precedente al Pánico Baring, en que la cantidad de papel moneda y el premio del oro estuvieron de acuerdo. Y en este período, actuaban todos los factores que tendían hacia el ascenso del premio.

Comparemos ahora las fluctuaciones del premio del oro con las del Balance de Pagos. El balance se expresa en millones de pesos y el premio en porcentajes. La linea del centro re-



presenta el punto en que se igualan los "créditos" y "débitos" totales. Abajo de esta línea el Balance es "favorable" a la Argentina; arriba es "desfavorable".

Las dos curvas presentan una acentuada analogía. Cuando el Balance es "favorable" (hasta 1888) el premio es bajo. Cuando se torna en contra, alcanzando a su máximo en el gran Balance "desfavorable" de 1890, el premio sube rápidamente.

El alza y la baja del Balance entre 1890 y 1894 concuerdan aproximadamente con el ascenso y el descenso del premio. Y la disminución de éste en los últimos cinco años (1894-99) concuerda con una alteración correspondiente del Balance, que de desfavorable, se vuelve desfavorable.

En sólo dos o tres puntos existe una seria divergencia entre las dos curvas. En 1891, a pesar del saldo favorable el premio sube. Atribuímos esta divergencia al pánico que fué causado por los grandes préstamos de los años precedentes que alcanzaron su máximo en el Balance desfavorable de 1890. Es digno de notarse el hecho que, el balance favorable de 1890, se debió completamente a la falta de pago de los intereses al extranjero. Nuevamente en 1893, aparece otra divergencia; el balance se vuelve desfavorable, pero el premio baja. Esta divergencia, sin embargo, es más aparente que real. La baja aparente del premio se debe completamente al uso de promedios anuales. El promedio anual de 1893, es menor que el de 1892. De hecho, sin embargo, el premio del oro subió continuamente en 1893 después de bajar continuamente en 1892.

Examinando la dirección general de las dos curvas, sin fijar la atención en años determinados, la concordancia entre ellas aparece claramente y parece sostener la conclusión, alcanzada en el análisis más detallado de los capítulos precedentes, que el Balance de Pagos Internacionales ejerció una poderosa influencia sobre el valor del papel moneda inconvertible.

## SEGUNDA PARTE

### CAPÍTULO XI

### Algunas Discusiones de Principios

Hemos visto en la primera parte de este trabajo que la alteración del Balance de Pagos Internacionales, (en que dominan los préstamos) causa ante todo la variación en el valor del papel moneda. Las variaciones en el valor del papel moneda causan a su vez variaciones en el movimiento de las exportaciones e importaciones. La investigación de cómo se efectuaron estos cambios en el Balance Comercial, y de cómo ocurrió la inversión de este Balance en 1891, nos ocupará en esta segunda parte.

La explicación de la inversión del Balance debe ser precedida por una investigación de los precios y costos. La situación que analizamos, es diferente a la de los países a patrón oro en lo que respecta a las variaciones en la moneda y los precios. En aquellos, un Balance de Pagos favorable, al determinar la importación de oro, causa el alza de los precios y el consiguiente estímulo a las importaciones y desaliento a las exportaciones; un Balance desfavorable tiene efectos contrarios a los anteriores. Se puede esperar exactamente opuestas variaciones en los países a papel moneda, dice la teoría; y la investigación presente sostiene esta conclusión. Un Balance de Pagos favorable causa el alza del papel moneda, lo que equivale a decir que causa la baja del nivel de los precios, medido rudamente por el premio del oro.

Sin embargo, a pesar de esta oposición diametral en la dirección de las variaciones de precio, se produce el *mismo* resultado final en los precios a oro. Con un Balance de Pagos favorable, causado por nuevos préstamos, crecen las importaciones y disminuyen las exportaciones, y con un balance desfavorable, ocurre lo contrario.

La explicación de los cambios del Balance Comercial implica el estudio de las variaciones de los precios de importación y exportación comparadas con las de los precios domésticos y lo que es más importante, con la de los salarios y otros costos. ¿Cuál es la influencia del papel moneda sobre estos precios?

La explicación teórica estriba en que el papel moneda en depreciación actúa como un derecho protector. Para el exportador obra como una prima que fomenta el aumento de las exportaciones; pues los precios de los productos de exportación son precios a oro del mercado universal y su equivalente en papel varía según el premio; mientras que los costos que paga el exportador (salarios, arrendamientos, etc.), tardan mucho más que los productos en ajustarse al premio. Y la prima, consiste en la superganancia del exportador. En cambio, el importador experimenta el fenómeno contrario, ya que debe pagar sus precios en oro; si el premio sube, se ve obligado a dar más papel por la misma suma de oro, lo que le induce a subir los precios en papel, causando de este modo la restricción de la demanda, lo que se traduce a su vez en la disminución de las importaciones; además, la instabilidad de la situación le induce a no efectuar nuevas compras en el extranjero y a reducir las ventas a crédito en el país; de lo que resulta asimismo la disminución de las importaciones.

El caso inverso sucede si el papel se aprecia: ganan los importadores y sufren los exportadores. Tal fué la situación anterior a 1899.

Para este mecanismo no importa *el monto del premio* sino el *período de transición* que transcurre entre el equilibrio de



todos los valores a un determinado premio y el nuevo equilibrio de aquellos al nuevo premio. Dada la instabilidad de la situación, estos períodos de transición se sucedían continuamente.

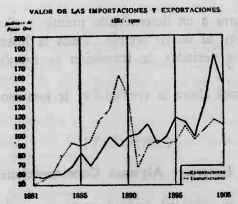
Investigemos ahora la verificación de esta teoría.

## Capítulo XII

### El Comercio Exterior: Algunas Consideraciones Generales

Casi toda la actividad de la Argentina se refleja en su comercio exterior. El método para elaborar las estadísticas de este comercio, ha sido deficiente y recién desde hace pocos años, ha mejorado. El valor de las importaciones se computaba por los precios de la "tarifa de avaluos" casi siempre en desacuerdo con los verdaderos precios. Pero si estas estadísticas no son aceptables como valores absolutos, sirven, sin embargo, para la comparación de un año con otro y cuando están apuntaladas por otros hechos se puede confiar en ellas. Las estadísticas de las exportaciones, hasta 1892 han estado basadas en las tarifas oficiales, pero tienen menos errores que las de importaciones. A partir del 92, reflejan los valores del mercado. Las variaciones de la exportación fueron menos marcadas y por lo tanto las conclusiones que se puede sacar de ellas constituyen materia delicada.

En el gráfico siguiente puede verse el desenvolvimiento de los valores de las importaciones y las exportaciones. Es sorprendente el alza pronunciada de las importaciones entre 1885 y 1890, seguida de una abrupta baja de $ 142.000.000 a $ 67.000.000 en 1891. Las exportaciones, en conjunto son más regulares. El hecho parece ser que antes y durante el pánico el crecimiento de las exportaciones fué gradual y no comparable con el rápido ascenso de fines del siglo. Es de notar las extraordinarias oscilaciones de los valores, indicadas en las curvas.



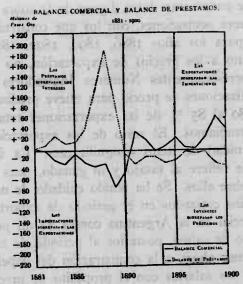

En los siguientes capítulos investigaremos como se explican los cambios en las exportaciones e importaciones. Particularmente, trataremos de explicar *cómo* sucedió la inversión del balance en 1891.

El *por qué* de la inversión, parece radicarse en los cambios del Balance de Préstamos. En el otro gráfico que sigue puede verse la relación entre los préstamos y el comercio exterior desde 1880 hasta 1900. En él se indican los créditos y débitos de la Argentina en relación al comercio exterior y a los capitales extranjeros; antes de 1890, los nuevos préstamos anuales exceden los servicios de intereses y las importaciones a las exportaciones; después del 90 la situación se invierte: los intereses exceden los préstamos y las exportaciones a las importaciones.

Debe llamarse la atención sobre la notable similitud de forma en los dos Balances. Casi invariablemente, un cambio en el Balance de los Préstamos está de acuerdo con una variación en dirección contraria en el Balance del Comercio. Las más grandes fluctuaciones en este último parecen haber ocurrido un año después del cambio en el Balance de los Préstamos.

Este retardo de un año en los últimos tiempos del período 1880-90 se debía a la conexión *directa* entre los préstamos y las importaciones: gran parte del capital tomado en Inglaterra por las empresas ferroviarias se utilizaba en la compra de materiales, de manera que un aumento de los préstamos en






un año se traducía en aumento de las importaciones en el año siguiente. Pero esta conexión directa, no implicaba operaciones de cambio ni por consiguiente, variaciones en el papel moneda, en los precios y en el comercio exterior.

Lo que nos interesa, y trataremos más adelante, es la conexión indirecta.

## Capítulo XIII

### Papel Moneda, Precios y Salarios, en Relación al Comercio Exterior

Cualquier investigación estadística en la Argentina, que se remonte a diez años, tropieza con un material defectuoso y deficiente en demasía, tanto más, si se trata de salarios sobre los que los datos son escasos y malos. Los datos existentes sobre salarios se refieren únicamente a trabajadores urbanos siendo los de los rurales los que más nos interesan. En un admirable trabajo (1) de Buchanan, Ministro de los E. U. en la

(1) La Moneda y la Vida en la República Argentina. Revista de derecho, Historia y Letras, 1898, pág. 147.

Argentina, se encuentran datos dignos de fe sobre salarios, para sesenta y nueve ocupaciones, con los que construimos números indicadores para los años 1886, 1890, 1892, 1894 y 1896.

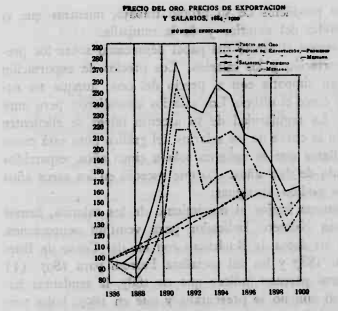
En cuanto a los precios de exportación, no hay dificultades. Los correspondientes Números Indicadores se basan en cincuenta cotizaciones de precio para nueve productos que comprenden el 80 al 85 % de las exportaciones totales en el período que estudiamos. El resto de las exportaciones se compone de infinidad de items insignificantes. La única omisión importante se refiere al tasajo y al ganado, pues no conseguimos datos sobre ellos. Se ha tenido cuidado de no incluir más que los precios cotizados en el período de exportación ya que el año comercial en la Argentina consta de un período de actividad y otro de calma, posterior al período de exportación.

Procedamos ahora a la comparación del papel moneda, de los precios y los salarios con el propósito de investigar su relación con el comercio de exportación. El cuadro siguiente nos da los tres factores en forma de Números Indicadores.

NUMEROS INDICADORES DEL PRECIO DEL ORO, DE LOS PRECIOS DE EXPORTACION Y DE SALARIOS, 1886 - 1900

| Año | Salarios | | Precios de exportación | | Precio del oro |
|---|---|---|---|---|---|
| | Promedio | Mediana | Promedio | Mediana | |
| 1886..... | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1887..... | — | — | 97 | 91 | 97 |
| 1888..... | — | — | 93 | 84 | 106 |
| 1889..... | — | — | 118 | 102 | 138 |
| 1890..... | 125 | 120 | 165 | 133 | 181 |
| 1891..... | — | — | 255 | 213 | 278 |
| 1892..... | 138 | 133 | 232 | 213 | 239 |
| 1893..... | — | — | 207 | 164 | 233 |
| 1894..... | 146 | 146 | 209 | 176 | 257 |
| 1895..... | — | — | 216 | 181 | 248 |
| 1896..... | 161 | 161 | 204 | 153 | 213 |
| 1897..... | — | — | 179 | 160 | 209 |
| 1898..... | — | — | 177 | 157 | 186 |
| 1899..... | — | — | 138 | 174 | 162 |
| 1900..... | — | — | 154 | 143 | 166 |






En el gráfico se ve que los precios de exportación fueron muy sensibles a los cambios en el precio del oro aunque su ascenso fué considerablemente menor que el de este último. Es imposible decir si esta elevación de los precios de exportación significa la del nivel general de los precios en la Argentina; se precisaría conocer los precios de importación y los domésticos, junto con los de exportación y determinar su importancia relativa. Los precios de importación parecen haber subido más que el precio del oro. Y dada la poca importancia relativa del mercado interno, es lógico suponer que los precios domésticos de artículos exportables, estaban dominados por los de la exportación.

Al considerar el nivel de los precios, los efectos que sobre él tiene el papel depreciado y el significado de estos efectos sobre la población en general, es necesario distinguir entre ciudad y campaña. En la última el problema de la elevación de los precios era menos grave ya que el campesino vivía en gran

parte de los productos de su propio trabajo, mientras que la ciudad dependía del exterior y de la campaña.

Examinemos el efecto del papel depreciado sobre los precios de exportación y los salarios. Los precios de exportación se movían en simpatía con el precio del oro; aunque no subieron tanto como el último. Los salarios ascendieron, pero muy lentamente. La regularidad de su ascenso talvez se encuentre exagerada en la curva de los salarios del gráfico pues está construída con datos que se refieren solo a cinco años, esparcidos en un período de diez años. Lo que sucedió en los otros años no lo hemos podido averiguar.

Para conocer mejor el movimiento de los salarios, hemos construído un Número Indicador para veintiún ocupaciones, combinando los datos de Buchanan con lós del Censo de Buenos Aires de 1887 y los del socialista Patroni para 1897. (1) Estos números parecen indicar que en 1887, la tendencia hacia el ascenso aún no se presentaba y que en 1897, hubo tendencia hacia el descenso de los salarios. Podemos concluir que el alza no comienza antes de 1888 y continúa gradualmente hasta 1896, y que luego, cuando el premio comienza a bajar, los salarios tienden también a la baja.

El hecho esencial es que los salarios subieron mucho menos que los precios de exportación. En cuanto a los salarios de trabajadores rurales, que son los que más nos interesan no es posible obtener datos, pero ciertas informaciones permiten

(1) Números Indicadores de los Salarios en Veinte y una Ocupaciones, 1886-97.

| Año | Mediana | Promedio |
|---|---|---|
| 1886 | 100 | 100 |
| 1887 | 97 | 100 |
| 1890 | 126 | 120 |
| 1892 | 141 | 133 |
| 1894 | 151 | 144 |
| 1896 | 166 | 167 |
| 1897 | 141 | 145 |



afirmar que no subieron más que lo salarios de los trabajadores urbanos. Con datos de J. B. Justo y Buchanan podemos formar la siguiente comparación entre los salarios rurales y el premio del oro.

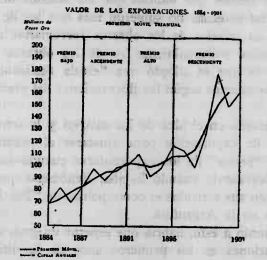
| Años | 1883-84 | 1891-92 | 1896 | 1898-99 |
|---|---|---|---|---|
| Precio del Oro.. par (= 100) | | 332 | 296 | 258 |
| Salarios Rurales. | 100 | 179 | 214 | 214 |

Existen hechos que indican que los salarios de los trabajadores en las cosechas no subieron más que los de otras ocupaciones. Los salarios de los obreros ferroviarios ascendieron más que todos, principalmente los de los obreros calificados, respecto a los que se adoptó una "escala deslizante" para el ajuste de los salarios según las fluctuaciones del premio del oro.

Este retardo en el alza de los salarios y la sensibilidad de los precios de exportación para ajustarse al premio del oro, explican la "prima" de los exportadores cuando subía el premio y la desventaja cuando bajaba, Fenómeno que evidencia claramente en sus artículos el corresponsal de "The Economist" de Londres en la Argentina.

De acuerdo a esto, habría que esperar un gran aumento de las exportaciones en los primeros años de la última década cuando el premio subía y una acentuada disminución en los últimos, cuando el premio descendía rápidamente. Sin embargo, al investigar las estadísticas, encontramos todo lo contrario; como puede verse en el siguiente gráfico en que se enseña el valor anual de las exportaciones desde 1884 hasta 1901, (cesación de las fluctuaciones), que contiene además una curva de la dirección que tomó el valor de las exportaciones y en la que se ha eliminado las fluctuaciones estacionales por medio de un promedio móvil trianual. Se ha dividido todo el período en cuatro partes para facilitar la comparación entre el premio y la dirección general del valor de las exportaciones. Este gráfico demuestra que el movimiento de las expor-

taciones está en desacuerdo con la teoría —aunque la teoría sea sana al sostener que un premio decreciente desaliente las exportaciones como lo prueba la grita de los productores en 1898 cuando bajaba el premio. Esta clase de dificultades es común en la investigación económica. Si los otros factores de la situación hubiesen permanecido iguales (*"other things being equal"*), la teoría se habría verificado; más en la práctica se desarrollaron fuerzas que anularon la acción de los factores que suponía aquella. Examinémoslas.




Una de las circunstancias de gran importancia en el comercio de exportación, independiente de las condiciones monetarias, consistía en las fluctuaciones de buenas y malas cosechas ocasionadas por la acción de los factores naturales (sequías, lluvias excesivas, langosta, etc.); acción irregular e imposible de pronosticar, que obstaculizó las fuerzas antes estudiadas, a saber, papel moneda depreciado, premio fluctuante y movimientos de precios y salarios.

El promedio móvil reduce a un mínimo las fluctuaciones debidas a los factores naturales y permite comparar la dirección general de las exportaciones con el premio del oro. Pero aún así, comprobamos que los hechos no marchan armónicos con la teoría.



Es que además de las irregularidades causadas por las condiciones naturales, existía la acción de otros factores que secundaban o anulaban las fuerzas resultantes del premio. Entre 1885 y 1888, la facilidad extraordinaria de adquirir la tierra por el mecanismo de los bancos hipotecarios, combinada con el crecimiento tan grande de la red de ferrocarriles — que unía los centros productores con el litoral marítimo —, y el fuerte aumento de la inmigración, constituyen una explicación suficiente del crecimiento del comercio de exportación. Por otra parte en 1890 y 91, cuando fracasó la especulación inmobiliaria, y los valores de las tierras bajaron más de 50 % en pocos meses, algunas tierras comenzadas a cultivar por el estímulo artificial de la inflación, fueron abandonadas; y la crisis causó una crecida emigración. Todo esto contribuyó, junto con la casi completa destrucción de la cosecha por la langosta, a que la producción disminuyese en esos años, y por consiguiente la exportación, a pesar del creciente premio del oro.

Otro factor tan importante como los anteriores, afectaba de un modo diferente e independientemente del premio del oro, la cantidad y el valor de las exportaciones: el progreso en los métodos y la técnica agrícolas, (en los cultivos, clasificación del trigo, etc.).

Y finalmente, es preciso considerar la influencia de otros hechos. El exportador compraba el producto a papel en Buenos Aires y lo vendía a oro en el exterior. Uno de los factores que determinaban su precio de demanda, era el premio del oro. Es por esto que los precios de exportación eran tan sensibles a las fluctuaciones del premio. Cuando el papel estaba barato, el exportador ofrecía más billetes por 100 kilos de trigo; lo contrario, si estaba caro. Supongamos que los precios a oro sobre los que el exportador basaba sus cálculos, hubiesen permanecido invariables de año en año; no hay razón en

tal caso para que los precios a papel pagados por las exportaciones en Buenos Aires, no bajasen y subiesen en la misma medida que el premio del oro; o, en otros términos, para que la curva de los precios de exportación no fuese idéntica a la del premio del oro. Si esto hubiese ocurrido, solo una cosa habría impedido un aumento considerable en el comercio de exportación durante el alza del premio: la falta de respuesta de la *cantidad* de productos exportables al estímulo creado por la diferencia de sensibilidad entre los precios de exportación y los salarios.

Sin embargo, la curva de los precios de exportación, subió considerablemente menos que la curva de las fluctuaciones del premio y por lo tanto, en términos de oro, los precios de exportación en realidad bajaron. El "valor de las exportaciones" como los otros items del Balance de Pagos, se expresaba en oro. Lo que se requiere de acuerdo a la teoría, es que el creciente premio del oro estimule de tal manera el comercio de exportación que el valor en *oro* de las exportaciones aumente. Pero desde que los precios en *oro* disminuyeron, el aumento de la cantidad exportada (bajo el estímulo del extraprovecho ocasionado por la "zaga" de los salarios *papel*, respecto los precios a *papel*) tendría que ser considerable. Por ejemplo un 10 % de aumento en la cantidad exportada no hubiese aumentado el valor total de una determinada exportación si hubiese habido una baja de 10 % en su precio a *oro*.

Pasamos entonces a *otros* factores distintos del premio del oro, que afectaban los precios de exportación. El exportador que deseaba comprar trigo en Buenos Aires, basaba su precio de compra en cuatro factores: a) En el precio del trigo en los mercados extranjeros. Las cantidades de la producción argentina, — pequeña en relación a la mundial — tenían que venderse a precios que no eran más que el reflejo de los precios internacionales. b) En el costo del transporte oceánico, calculados al tipo corriente del cambio. c) estos dos factores, — sobre los que no tenían control las circunstancias mo-



netarias u otras, — determinaban el precio que el exportador podía ofrecer en Buenos Aires; y d) en el premio corriente del oro basándose en el cual convertía en papel su precio de compra en oro.

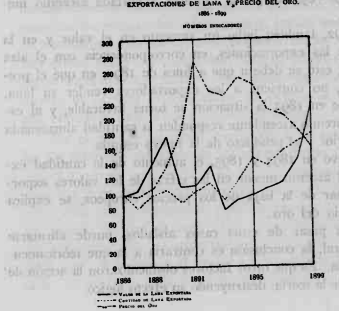
Debemos considerar entonces, los factores que controlaban los precios de exportación en oro; lo que haremos considerando separadamente cada producto.

## Capítulo XIV

### Las principales exportaciones consideradas individualmente

#### I. — Lana

Consideraremos las estadísticas de las exportaciones de la lana con el propósito de explicar las fluctuaciones del comercio, refiriéndonos principalmente al estado de los precios. El gráfico siguiente demuestra lo poco que este comercio estuvo influenciado por las fluctuaciones del valor del papel: en el pe-



ríodo en que el premio del oro subió acentuadamente, 1890 y 1891, y cuando ocurrió la inversión en el Balance Comercial las exportaciones de lana decrecieron; y por el contrario, cuando a fines del siglo el premio bajó rápidamente, las exportaciones demostraron considerable vitalidad.

A trechos puede encontrarse la influencia del premio, notablemente en los años 1886 - 89, cuando el valor de las exportaciones y el premio subieron juntos. Pero en esta armonía intervinieron otros factores no menos importantes que los monetarios, tales como la expansión ferroviaria e inmobiliaria, las operaciones de los Bancos Hipotecarios. Además, entró en juego otro factor de peso que actuó directamente sobre el valor de las exportaciones por medio de su efecto sobre los precios *a oro*: el estado de la demanda extranjera. Los precios extranjeros subieron pronunciadamente en estos años y se reflejaron en los precios a oro de la lana argentina. Es por esto que subió tanto el valor de las exportaciones en el período 1886 - 89, aunque la cantidad exportada ascendió mucho menos.

En 1892, también hubo un aumento en el valor y en la cantidad de las exportaciones, en correspondencia con el alza del premio; esto se debe a que a fines de 1891, en que el premio bajaba, no conviene a los exportadores vender su lana, mientras que en 1892 la situación se torna favorable, y al estímulo del premio ascendente responden la cantidad almacenada el año anterior y el producto de la nueva esquila.

De nuevo en 1894 y 1895, el aumento de la cantidad exportada y el ascenso menor en las cifras de los valores exportados, a pesar de la baja de los precios europeos, se explica por el premio del oro.

Pero, a pesar de estos casos aislados, puede afirmarse que en general, la conclusión es contraria a la que teóricamente se esperaba. Es que otros factores obstaculizaron la acción de las fuerzas de la teoría, destruyendo su efecto lógico.

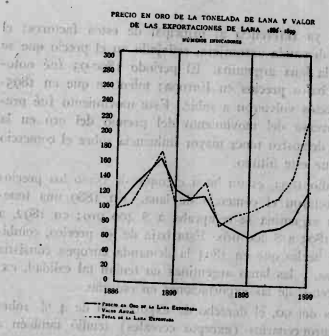


Hicimos ya referencia al principal de estos factores: el estado de la demanda extranjera, reflejado en el precio que se ofrecía por la lana argentina. El período 1890-95 fué notoriamente de bajos precios en Europa; mientras que en 1895-1900, los precios volvieron a subir. Este movimiento fué precisamente inverso del movimiento del premio del oro en la Argentina y demostró tener mayor influencia sobre el comercio de la lana que este último.

Así el año 1893, es un buen ejemplo de cómo los precios europeos afectaron el comercio de lana. En 1889 una tonelada de lana argentina se compraba a $ 400 oro; en 1892, a $ 287 y en 1893 a $ 200 oro. Esta baja de los precios, combinada con el hecho que en 1893 la demanda europea consistía en lanas finas, y las lanas argentinas no tenían tal calidad, explica el descenso de las exportaciones en ese año.

Después del 90, el derecho de exportación de 4 % sobre productos agropecuarios (excepto cereales) tendió también a deprimir las exportaciones de lana. Pero el hecho que las cantidades exportadas experimentan un aumento considerable, a pesar de los malos años 1890 y 1893, indica que este derecho no obstaculizó intensamente el volumen de las exportaciones. Las cifras sobre las cantidades, indican además por su gran regularidad, que los factores de mayor importancia en el comercio de la lana influenciaban los precios a oro del textil, que eran el reflejo de los precios europeos.

En el gráfico siguiente puede verse la similaridad entre las fluctuaciones del valor de las exportaciones de la lana y el precio a oro de este textil. Solo en dos puntos, en 1892 y en 1894 - 95, hay divergencia entre las dos curvas del gráfico. Y estos años son precisamente aquellos en que los movimientos del premio del oro parecen ofrecer una explicación suficiente del movimiento de las exportaciones. Fuera de ellos, el "precio a oro" de la lana y el "valor a oro total de la lana" exportada, se mueven juntos, probando claramente que el factor




que dominaba el precio a oro de la lana, los precios europeos, dominaba también los principales movimientos del comercio del textil. Y en tanto que los precios europeos se movían en dirección contraria al movimiento del premio del oro, durante la mayor parte del período, el resultado fué la anulación de los efectos del papel depreciado sobre las exportaciones.

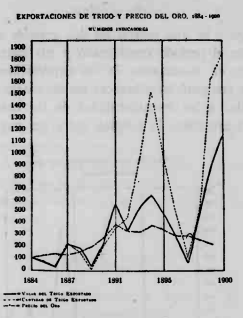
## II. Cereales

### A. — *El Comercio de Trigo*

Aquí también actúan fuerzas complejas. El gráfico siguiente sobre la cantidad y el valor del trigo exportado entre 1884 y 1900 y el precio del oro, indica la irregularidad de las fluctuaciones de las curvas de cantidad y valor, debidas principalmente a las malas cosechas de 1886, 1889 y 1897 y a las pérdidas del 1895; el gran ascenso de valor de 1899, a pesar



de los bajos precios europeos se explica por la abundancia de las cosechas. Pero por más que el agricultor estuviese a merced de los agentes naturales y del estado de la demanda exterior, debió obtener buenos beneficios a juzgar por el prodigioso cre-



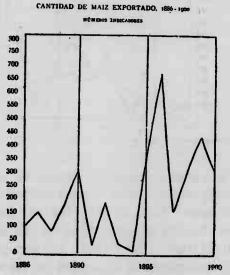

cimiento de la cantidad exportada; pues, de lo contrario, no hubiese sembrado tanto. Otras fuerzas cooperaron además hacia este crecimiento. Una de ellas, fué sin duda, el creciente premio del oro; un alza del premio iba seguida por aumentos en la exportación del trigo (1891 y 1894). Por otra parte contribuyeron mucho al crecimiento la expansión de los ferrocarriles; el aumento de la inmigración, de las transacciones inmobiliarias; las operaciones hipotecarias; la mejora de los métodos agrícolas y en los métodos y facilidades para el almacenaje, clasificación y embarque de los cereales.

La baja de los precios europeos, entre 1890 y 1895, respecto al trigo como a la lana, tendió a disminuir el valor de las exportaciones. Pero esta tendencia fué contrarrestada por el

notable aumento de las cantidades exportadas. La baja de los precios europeos tendió a anular la influencia estimulante del creciente premio del oro sobre las exportaciones.

### B. — *Maíz*

El trigo y la lana fueron los dos grandes artículos de exportación en el período considerado y sus fluctuaciones caracterizan bien el movimiento de las exportaciones. En cuanto al maíz son tan grandes y bruscas las fluctuaciones (ver el gráfico) debidas a las irregularidades de las cosechas, que nos parece fútil investigar la relación entre sus exportaciones y el premio.




## III. Conclusiones

¿Hasta qué punto, pués, el movimiento del comercio de exportación está de acuerdo con la teoría?

Los Números Indicadores de los precios de exportación denotan que estos eran muy sensibles a las fluctuaciones del oro. Los salarios seguían al oro, pero muy lentamente.



La prueba de que el premio afectaba las exportaciones se manifiesta en la forma como los productores y los exportadores regulaban sus actividades en vista del premio, almacenando sus productos, en lo posible, cuando este bajaba.

Pero el "valor" de las importaciones no está de acuerdo con el precio debido:

a) A la baja de los precios europeos, que neutralizaba el efecto del creciente premio.

b) A la acción irregular del clima y a la acción destructora de la langosta.

Muchos factores causaron la expansión de las exportaciones (el progreso técnico económico, etc.) y entre ellos el creciente premio del oro (de mínima influencia). Si estos factores, fuera del premio, no hubiesen existido (*"others things been equal"*) la expansión de las exportaciones habría estado en armonía con el premio.

# Capítulo XV

## El papel moneda y los precios en relación al comercio de Importación

Según la teoría, el premio creciente del oro estimula las exportaciones y deprime las importaciones. Acabamos de comprobar que el primer efecto no se ha verificado en la realidad. Veamos ahora el segundo.

El examen de las importaciones es más sencillo que el de las exportaciones; en aquéllas, la influencia del papel depreciado no está obscurecida por tantos factores como en éstas. Por otra parte, como veremos más adelante, la disminución de las importaciones ocurrió realmente y en considerable extensión. Determinar hasta qué punto esta disminución se debe atribuir al premio, será nuestra tarea.

El cuadro siguiente enseña la alteración que acaeció en el

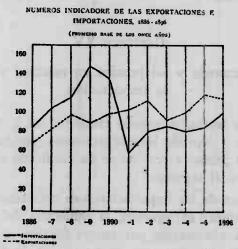
comercio de importación comparado con el de exportación durante los cuatro años 1889-92, en que se efectuó la inversión del Balance Comercial.

BALANCE COMERCIAL, 1889-92

(Miles de pesos oro)

| Año | Export. | Import. | Exc. de Export. | Exc. de Import. |
|---|---|---|---|---|
| 1889 | $ 90.145 | $ 164.570 | .... | $ 74.425 |
| 1890 | „ 100.819 | „ 142.241 | .... | „ 41.422 |
| 1891 | „ 103.219 | „ 67.208 | $ 36.011 | .... |
| 1892 | „ 113.370 | „ 91.481 | „ 21.889 | .... |

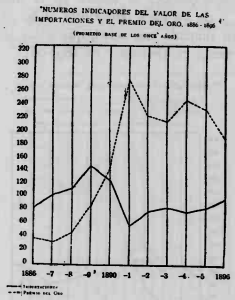
La inversión (1891) ocurrió no por un aumento de las exportaciones (que fué de 3 % en 1891), sino por una disminución de las importaciones (53 %). En el gráfico siguiente se verá con más claridad el movimiento del comercio.




En el otro gráfico los Números Indicadores del valor de las importaciones se comparan con el premio del oro en el período 1886-96. Después del 89, los movimientos de las dos curvas están completamente de acuerdo con la teoría. Sube el



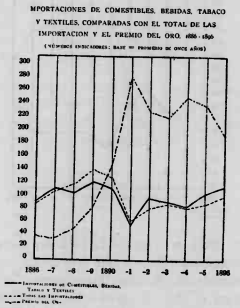
premio y bajan las importaciones. En los años siguientes, sin excepción, las dos curvas están en relación inversa.




Antes de 1889, no aparece la relación entre las importaciones y el premio; a pesar de que éste crecía, aquellas seguían su marcha ascendente. Es que intervinieron "otros factores". En primer lugar el alza del premio fué moderada; en segundo lugar este fué el período de expansión, de inflación desmedida del crédito personal que tendió, tanto a aumentar las compras en el exterior, como a activar el resto de las transacciones comerciales. Esto se manifestaba principalmente en el aumento de las importaciones de artículos de lujo y de consumo a pesar de que sus precios subían con el alza del premio.

El gráfico siguiente indica las variaciones relativas entre todas las importaciones y aquellas de artículos de consumo únicamente, y las compara con los movimientos del oro. Las importaciones de artículos de consumo suben entre 1886 y 89 a pesar del creciente premio, pero este ascenso es menos pro-

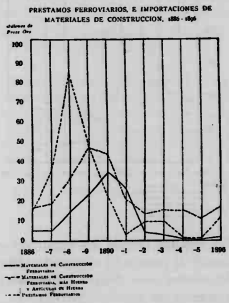
nunciado que el de todas las importaciones y está más en conformidad con las suposiciones teóricas. Sólo en 1889 aquella categoría de importaciones se mueve en la misma dirección que el premio y en los años posteriores al 89 su dirección se muestra más en simpatía con aquel, que todas las importaciones, particularmente en 1891-92 y en 1895-96.




Las importaciones de artículos de "lujo" y consumo no explican pues suficientemente la inflación extraordinaria de las importaciones. La principal causa de esta inflación fué el carácter de las otras importaciones (de materiales de construcción y otros artículos productivos), que vinieron como consecuencia *directa* de operaciones de préstamos efectuadas en el extranjero; préstamos que al no originar operaciones de cambio tampoco alteraban el valor del papel ni por lo consiguiente actuaban *indirectamente* sobre el movimiento del comercio exterior.



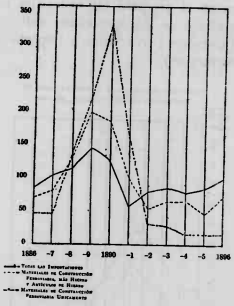
Los grandes préstamos anteriores al 89 para la construcción de ferrocarriles, son acompañados de crecidas importaciones de materiales de construcción y artículos de hierro. Estos préstamos cesan en el 91, pero los materiales continúan llegando como resultado de las operaciones anteriores. (Ver el gráfico sobre Préstamos Ferroviarios e Importaciones de Materiales de Construcción).




En el gráfico de más abajo se ha trazado las curvas de las variaciones relativas de (1) las importaciones en general (2) de las importaciones de materiales de construcción y artículos de hierro, y (3) de las importaciones de materiales de construcción únicamente. La de estas últimas, en los primeros años, cuando los préstamos fueron considerables ascendió más que la de las importaciones en general. En los últimos años, cuando cesan los préstamos, baja abruptamente esta curva. Las importaciones totales, entretanto, suben y bajan en simpatía con los movimientos del premio.

NUMEROS INDICADORES DE TODAS LAS IMPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES DE MATERIALES DE CONSTRUCCION, 1886-1896

BASE = PROMEDIO DE CINCO AÑOS.




Este gráfico explica porqué las importaciones no se movieron inversamente al premio en el período 1880-90: gran parte de las exportaciones *eran directa* consecuencia de las operaciones de préstamos de los ferrocarriles.

Pero el resto de los préstamos (nacionales, provinciales, municipales, cédulas, etc. y necesariamente una parte de los préstamos de ferrocarriles) dió origen a operaciones de cambio, influenciando por lo tanto el papel moneda. Las importaciones *directas* sólo eran una parte del total; la mayor parte de éste se constituía de importaciones sobre las que actuaba el premio, cuyo efecto depresivo, cuando ascendía, puede observarse en el gráfico anterior: en 1889, las importaciones totales declinan a pesar que las de materiales de construcción (para los ferrocarriles) no alcanzan su máximo sino hasta 1890.

Por consiguiente, respecto al comercio de importación los



hechos son concluyentes. En el importante período 1889-96 las curvas de importación y el premio del oro, se mueven inversamente. ¿En qué forma se efectuó esta relación inversa?

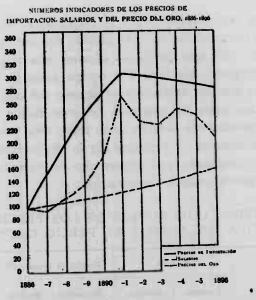
Esta pregunta nos lleva a la comparación de los precios de importación con los salarios y el premio del oro. Sólo conseguimos datos sobre 18 artículos de importación (alimentos y tejidos) y únicamente para los años 1886, 1890 y 1896 que marcan respectivamente el principio de la depreciación del papel, su período culminante, y el primer año de marcada apreciación.

El siguiente cuadro compara los:

NUMEROS INDICADORES DE LOS PRECIOS DE IMPORTACION, SALARIOS Y EL PRECIO DEL ORO, 1886-96

| Año | Salarios | | Precios de importación | | Precio del oro |
|---|---|---|---|---|---|
| | Promedio | Mediana | Promedio | Mediana | |
| 1886..... | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1887..... | — | — | — | — | 97 |
| 1888..... | — | — | — | — | 100 |
| 1889..... | — | — | — | — | 138 |
| 1890..... | 125 | 120 | 347 | 313 | 181 |
| 1891..... | — | — | — | — | 278 |
| 1892..... | 138 | 133 | — | — | 239 |
| 1893..... | — | — | — | — | 233 |
| 1894..... | 146 | 146 | — | — | 257 |
| 1895..... | — | — | — | — | 248 |
| 1896..... | 161 | 161 | 380 | 293 | 213 |

Aunque estos datos son incompletos, puede afirmarse que los precios de importación fueron afectados más intensamente que los salarios y aún más que los precios de exportación.




Es de importancia secundaria el hecho que los precios de importación hayan subido más que el premio del oro. Lo fundamental es que subieron mucho más que los salarios reduciéndose así la capacidad de gran parte de la población para comprar artículos importados, cuyos precios subían rápidamente. Por otra parte, y de un modo inverso, así como el exportador goza de una "prima" cuando crece el premio, el importador se perjudica pues, en tal caso, tiene que pagar más papel por el oro que tiene que remitir al extranjero para pagar sus compras, que si el premio hubiera permanecido fijo. Estos dos hechos, junto a la misma instabilidad de la situación de un premio creciente, explican bien la disminución de las importaciones. La teoría por consiguiente se verifica.



## Capítulo XVI

### Conclusión

El propósito de esta investigación consistió en averiguar la teoría del comercio internacional en un país de papel moneda inconvertible. Nos propusimos ver si de un conjunto de factores y hechos complejos resultaría, después del análisis, un armazón de tendencias y principios en concordancia con las suposiciones teóricas. Para esto, en cada etapa del problema relacionamos los hechos a los principios y los principios a los hechos, sacando sólo las conclusiones de clara comprobación.

Se hace ahora necesaria la consideración del valor de estas conclusiones, de sus limitaciones, y de su significado en la teoría del comercio internacional.

En cuanto a la validez de los datos, se puede afirmar que a pesar de ciertas deficiencias, los rasgos esenciales de la situación han podido establecerse. Por otra parte, en la presente investigación se trató de averiguar tendencias generales y por lo tanto los pequeños errores en los datos tienen muy poco alcance ulterior; además los principales movimientos y variaciones, en los balances, precios, etc. — fueron tan visibles que no es posible vacilar sobre su acaecimiento.

Los datos en conjunto concuerdan con el razonamiento teórico. La investigación da la misma explicación de la inversión del balance comercial que la teoría. Especialmente manifiesta es la interrelación entre el balance de pagos internacionales y el valor del papel moneda, sobre la que descansa toda aquella. El resto de la teoría, que afirma que los cambios en el valor del papel moneda traen consigo alteraciones en las exportaciones e importaciones por medio de la intensidad con que los movimientos del premio del oro afectan los precios y los costos, también se comprueba, aunque, como vimos, sólo respecto al comercio de importación; en lo que respecta al de exportación, los resultados no son concluyentes a pesar de que

actuaban las fuerzas que analizamos, pues junto a éstas y en otras direcciones, obraban factores más poderosos. Tomando la investigación en conjunto, si se considera la multiplicidad y la complejidad de las fuerzas que actúan en cualquier situación económica — y especialmente en un período de expansión y pánico, tal como el estudiado, — el grado de verificación de la teoría en los hechos acaecidos en la Argentina resulta notable.

Por otra parte, al considerar el conjunto de la investigación, dos puntos deben merecer nuestra atención, pues hacen más fecundo el significado de la teoría. El primero gira alrededor del comercio exterior. En casi todas las discusiones teóricas, se establece el efecto estimulante de un creciente premio sobre las exportaciones y apenas se considera el efecto de este premio sobre las importaciones. Y sin embargo, en el caso de la Argentina, es este último aspecto el que comprueba la teoría. En nuestra opinión este hecho es una característica de los países agrícolas con papel moneda depreciado, debida a la marcada diferencia en el carácter de los productos que exportan e importan: las exportaciones están constituídas por productos agropecuarios y las importaciones por productos manufacturados; los productos de exportación son pocos en número y constituyen una parte reducida de la oferta mundial, mientras que las importaciones son múltiples y de variadas fuentes.

Y estas diferencias entre las características de las importaciones y exportaciones en los países agrícolas tienen su significado respecto a los efectos relativos que el papel depreciado tiene sobre ellas. Las exportaciones de carácter agrícola están sujetas a las irregularidades de la naturaleza, de mayor influencia que el factor monetario. En cambio las importaciones, formadas de artículos manufacturados, no están relativamente afectadas por las condiciones naturales. Además desde que las exportaciones al constituir sólo una pequeña parte de la producción mundial, no fijan sino reflejan los precios mundiales (precios en oro), las fluctuaciones en estos precios, afectan el valor total de las exportaciones más intensamente que lo que el premio del oro afecta los precios domésticos a papel. Y cuando el comercio de exportación se compone principalmente de pocos productos, es probable que el efecto de las variaciones en el precio mundial de uno de ellos tenga mayor influencia sobre el valor total del comercio de exportación, que el fluctuante premio del metal. Por el contrario, el comercio de importación debido al gran número de sus artículos, de tan diversas fuentes, es menos susceptible de marcadas alteraciones cuando fluctúan algunos precios individuales.



En otros términos, parece probable que en los países agrícolas los "otros factores" son más capaces de permanecer "iguales" o inalterados en el caso de las importaciones que en el de las exportaciones.

En segundo lugar, en la teoría es general la afirmación que en países de papel depreciado los cambios están "dislocados". Pero el caso de la Argentina demuestra que la presencia de papel moneda no implica necesariamente esta dislocación, pues el mecanismo de los cambios se efectuaba de un modo idéntico que en los países de patrón oro.

En conclusión, esta investigación se ha ocupado principalmente de los hechos y consecuencias provenientes inmediata y directamente del disturbio en el Balance de Pagos ocasionado por los fuertes préstamos de los primeros años y el consiguiente aumento de intereses en los últimos, y de cómo este disturbio se tradujo en el Balance Comercial. En otros términos, el propósito ha consistido en investigar qué sucedió realmente en lo que se designa por "períodos de transición" entre los diferentes "estados de equilibrio" en el Balance de Pagos y comparar los hechos constatados, con las conclusiones de la teoría. No se ha tratado de averiguar las últimas consecuencias de los fenómenos investigados ni las posteriores complicaciones. Se acepta generalmente que éstas al extenderse sobre largos perío-

dos, y presentarse empañadas por otros factores, son difíciles de verificar aún en la situación relativamente más simple de países a patrón oro. Futil sería entonces averiguar su validez en las complejas condiciones de una situación de papel moneda depreciado.

# SUSCRÍBASE a la

# REVISTA DE CIENCIAS ECONÓMICAS

PUBLICACIÓN MENSUAL

de la Facultad de Ciencias Económicas, Centro de Estudiantes y Colegio de Egresados

---

**CONDICIONES DE SUSCRIPCION**

| | Por: mes | trimestre | semestre | año |
|---|---|---|---|---|
| | $ | $ | $ | $ |
| a) Protectores | 2 | 6 | 12 | 24 |
| b) Ordinarios | 1 | 3 | 6 | 12 |
| c) Especiales | 0.70 | 2.10 | 4.20 | 8.40 |

---

Son suscriptores *protectores* las personas que lo solicitaren con el objeto de contribuir más eficazmente a cubrir los gastos de publicación.

Son suscriptores *especiales* los alumnos de todas las Escuelas Nacionales de Comercio y de las Facultades de Ciencias Económicas.

Los demás suscriptores son considerados *ordinarios*.

---

Si usted desea recibir esta Revista, sírvase solicitar a la Administración un Memorandum, indicando la categoría de suscripción.

---

CHARCAS 1835, BUENOS AIRES

MSH 23528

END OF
TITLE